

TARTU ÜLIKOOL
Majandusteaduskond
Ettevõtetmajanduse instituut

Timo Hermlin

ETTEVÕTTE VÄÄRTUSE KUJUNEMINE LÄHTUVALT VALITUD STRATEEGIAST AS'i IMPREST NÄITEL

Magistritöö ärijuhtimise magistri kraadi taotlemiseks ärijuhtimise erialal

Juhendaja: dots. Priit Sander

Tartu 2013

Soovitan suunata kaitsmisele
(dots. P. Sander)

Kaitsmisele lubatud “ “..... 2013. a.

Rahanduse õppetooli juhataja
(dots. P. Sander)

Olen koostanud töö iseseisvalt. Kõik töö koostamisel kasutatud teiste autorite tööd, põhimõttelised seisukohad, kirjandusallikatest ja mujalt pärinevad andmed on viidatud.

.....
(T. Hermlin)

SISUKORD

SISSEJUHATUS	3
1. ETTEVÖTTE VÄÄRTUSE HINDAMISE TEOREETILISED ALUSED	6
1.1. Väärtusmõjurid ja väärtuse hindamise viisid	6
1.2. Diskonteeritud rahavoogudel põhinev väärtuse hindamine	11
1.3. Ettevõttele suunatud diskonteeritud vabade rahavoogude mudel	16
2. AS'I IMPREST TEGEVUSE ANALÜÜS	25
2.1. Ettevõtte tutvustus	25
2.2. Ärikeskkonna ja konkurentsianalüüs	29
2.3. Arengustrateegia tutvustus	32
2.3. Eelmiste perioodide finantsanalüüs (2004-2012)	34
3. AS'I IMPREST VÄÄRTUSE HINDAMINE	48
3.1. <i>Pro-forma</i> aruanded	51
3.2. Väärtuse hindamine	60
3.3. Sensitiivsusanalüüs	66
KOKKUVÕTE	70
VIIDATUD ALLIKAD	72
LISAD.	
Lisa 1. AS'i Imprest põhiprotsess	76
Lisa 2. AS'i Imprest aerofoto	77
Lisa 3. AS'i Imprest struktuur ametikohtade lõikes	78
Lisa 4. AS'i Imprest PEST analüüs	79
Lisa 5. AS'i Imprest laiendatud PEST analüüs fookusturgudel	80
Lisa 6. AS'i Imprest SWOT analüüs	81
Lisa 7. AS'i Imprest konkurentide finantsanalüüs 2010-2011, eurodes	84
Lisa 8. AS'i Imprest olulised suhtarvud aastatel 2005-2012	86
SUMMARY	87

SISSEJUHATUS

Kaasaegne ettevõtte rahandus baseerub väärtuse maksimeerimise printsiibil ja seetõttu vaadeldakse turgudel, ettevõtete tulemuste hindamise kontekstis, üha enam väärtusel põhinevaid mõõdikuid, mis vaatavad tulevikku ja üha vähem raamatupidamislikke mõõdikuid, mis baseeruvad ajalool ning on manipuleeritavad. “Ikka veel vaatavad paljud analüütikud puhaskasumit kui ainuõiget parameetrit, hindamaks ettevõtte tegevustulemust. Selle lihtsa lähenemise kohaselt läheb ettevõttel hästi, kui puhaskasum suureneb ja halvasti, kui see langeb. Tihti öeldakse, et ettevõtte, mis teenis eelmisel aastal suurema puhaskasumi, suurendas oma aktsionäride rikkust rohkem kui ettevõtte, kes seda ei teinud. Sama loogika kohaselt suurendab puhaskasumit teeniv ettevõtte väärtust ja kahjumit teeniv ettevõtte vähendab seda. Need avaldused aga võivad valed olla.” (Fernandez 2008: 2) Ettevõtted, kes soovivad oma tulemusi tegelikest parematena näidata või kes pole raamatupidamislikus mõttes piisavalt konservatiivsed, võivad hinnata oma varasid sõltuvalt kasutatavast raamatupidamis- ja varude arvestussüsteemist (FIFO vs LIFO) selliselt, et tulemus näeb parem välja (Cook *et al.* 2006: 3).

Koller *et al.* (2010: 3) kohaselt on väärtus määratletud kui dimensioon turumajanduse mõõtmiseks. Inimesed investeerivad lootuses, et investeeringust väljudes ületab selle väärtus soetusmaksumuse ja kompenseerib neile võetud riskid. See kehtib kõigi investeeringute – võlakirjade, derivaatide, hoiuste või ettevõtete aktsiate – kohta. Turumajanduses on ettevõtte võime luua oma aktsionäridele väärtust ja loodava väärtuse hulk peamised mõõdupuud, mille alusel ettevõtet hinnatakse. Väärtus on eriti kasulik tulemusmõõdik, kuna see arvestab kõikide ettevõttega seotud osapoolte huvide ja mitte ainult aktsionäride huvidega. (*Ibid.*)

Ka Eestis kasutatakse väärtusepõhiseid mõõdikuid börsil noteerimata ettevõtete puhul küllaltki vähe. Üldjuhul räägitakse raamatupidamislikest mõõdikutest nagu käive, kasum, käiberentaablus, mistõttu julgeb autor väita, et väärtuse hindamise teema on

kindlasti aktuaalne ja tasub jätkuvalt uurimist. Börsil noteeritud ettevõtete väärtust on lihtne leida, kuid noteerimata ettevõtete väärtus on alati küsitav. Selleks on mitmeid erinevaid hindamismudeleid, millest tuleb käesoleva magistritöö raames ka juttu ning antud töö keskendubki börsil mittenoteeritud ettevõtte väärtuse leidmisele. Väärtuse leidmise vajadus võib olla tingitud erinevatest asjaoludest, sealhulgas:

- ettevõtte omandamine;
- vähemusosaluse omandamine;
- ettevõtte müügiks ettevalmistamine;
- ettevõtete ühinemised;
- juhtimisotsuste langetamine sh restruktureerimine, strateegia valik;
- pärandi, lahutuse jms küsimused.

Käesolevas töös ei leia käsitlemist erinevate väärtuse hindamise meetodite kirjeldus ja süvaanalüüs. Töö käigus hinnatakse ühe kodumaise eraettevõtte, AS'i Imprest, väärtus ühte diskonteeritud rahavoogude meetodit (*discounted cash flow* – DCF) kasutades. Ettevõtte väärtus on tulevikus teenitavate vabade rahavoogude praegune väärtus. Saab kasutada *pro-forma* vabade rahavoogude (*free cash flow* – FCF) projektsioone ja kapitali kulukust, et välja selgitada ettevõtte väärtus (Benninga 2008: 113).

AS'i Imprest väärtuse hindamise vundamendiks olevate tulevaste vabade rahavoogude prognoosimise aluseks on lisaks eelnevate perioodide finantsanalüüsile ka ettevõtte strateegia ja konkurentsianalüüs, st, et tänaseks küpsuse saavutanud ettevõtte tuleviku-prognoos ei baseeru pelgalt makroanalüütikute poolt ennustataval majanduskasvul. Inflatsioonil baseeruv müügitulu prognoos kümne aasta perspektiivis, mis on üldjuhul aluseks ettevõtte väärtuse hindamisele, on autori hinnangul küllaltki ebatäpne. Erinevad tööstusharud, tooted, turud ja neis tegutsevad ettevõtted on väga erinevad – mõned kasvavad kiiresti ning kaua, kuid mõned lõpetavad üldse tegevuse, mistõttu on valdkonna ja ettevõttepõhine strateegiline analüüs äärmiselt oluline. Samuti vaadeldakse käesoleva töö raames detailselt hinnatava ettevõtte ajaloolisi suhtarve, mille baasilt saab täpsemalt ennustada erinevate tulu- ja kuluridade suuruseid ning omavahelist seotust.

2012. a lõpu seisuga on AS Imprest jõudnud küpsesse arengufaasi, kus olemasolevad investeeringud on rakendatud ja ettevõttel on vaja otsustada, kas jätkata agressiivset

laienemist või kasvada homogeenselt koos turuga. Töö eesmärgiks on leida AS'i Imprest väärtus kahe võimaliku arengustrateegia kohta. Töö eesmärgi saavutamiseks on püstitatud järgnevad uurimisülesanded:

- välja selgitada ettevõtte väärtuse kasvatamise olulisimad komponendid;
- anda ülevaade diskonteeritud rahavoogudel põhinevast hindamismetoodikast, tuues välja selle metoodika sisu, olulisemad eelised ja puudused;
- tutvustada AS'i Imprest ja ettevõtte arengustrateegiat oma väärtuse kasvatamiseks;
- koostada AS'i Imprest ärikeskkonna, konkurentsi- ja finantsanalüüs;
- koostada *pro-forma* aruanded ja arvutada välja AS'i Imprest väärtus vastavalt valitud hindamismeetodile ning arengustrateegial baseeruvale tulevikuprognosile;
- kontrollida AS'i Imprest tundlikkust sisendparameetrite suhtes sensitiivsusanalüüsi abil.

Magistritöö on üles ehitatud kolmeosaliselt. Esimeses, teoreetilises osas, leiavad käsitlemist väärtust mõjutavad tegurid ja olulisimad komponendid. Samuti antakse ülevaade väärtuse hindamisest diskonteeritud rahavoogude meetodil. Töö teises osas tutvustatakse põhjalikult ettevõtet, kirjeldatakse visiooni täitmiseks valitud strateegiat ja viiakse läbi ärikeskkonna, konkurentsi- ja finantsanalüüs. Töö kolmandas osas koostatakse *pro-forma* aruanded, hinnatakse ettevõtte väärtus, baseerudes diskonteeritud rahavoogude mudelile ja teostatakse sensitiivsusanalüüs. Kuna ettevõtte on strateegilistes eesmärkides sõnastanud kaks võimalikku tulevikustsenaariumit ehk visiooni, hinnatakse AS'i Imprest väärtus mõlema versiooni kohaselt, mistõttu ei teostata eraldi stsenaariumi-analüüsi.

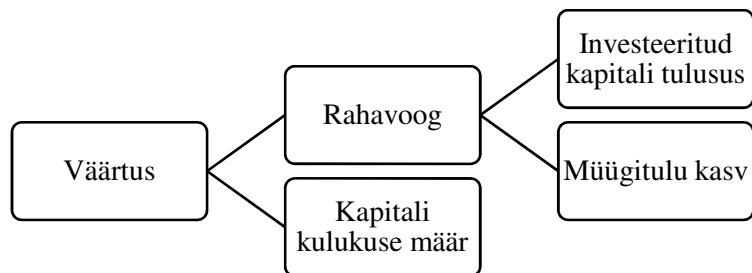
Töös kasutatavad andmed pärinevad hinnatavast ettevõttest. Töö vundamendiks on teaduskirjandus ja ettevõtte rahanduse valdkonna juhtivate teoreetikute ning praktikute artiklid ja raamatud. Autor tänab töö juhendajat dots. Priit Sanderit konstruktiivse koostöö eest.

1. ETTEVÕTTE VÄÄRTUSE HINDAMISE TEOREETILISED ALUSED

1.1. Väärtusmõjurid ja väärtuse hindamise viisid

Nagu sissejuhatuses toodud, luuakse ettevõttes väärtust juurde siis, kui ettevõttesse investeeritud kapitali väärtuse kasv ületab investorite poolt nõutava tulunormi, st, et täna investeeritud raha toob tulevikus sisse rohkem raha, kui on investeeringuga seotud kulud. Teisisõnu, ettevõtte väärtusloome baseerub müügitulu kasvul ja investeeringute kasumlikkusel. Samuti tuleb väärtusloome puhul arvestada raha ajaväärtuskontseptsiooniga, sest reeglina on tulevikus teenitav raha väärt vähem kui tänane, kuna raha väärtus ajas kahaneb ja samuti on oodatavad rahavood alati seotud riskiga.

Ettevõtted loovad väärtust, investeerides investoritelt kaasatud kapitali, teenimaks tulevikus rahavooge marginaalidega, mis ületavad kaasatud kapitali maksumust (investorite nõutav tulumäär). Mida kiiremini suudavad ettevõtted oma müügitulu kasvatada ja atraktiivsete marginaalidega kapitali kaasavad, seda rohkem nad väärtust loovad. Kombinatsioon kasvust ja kaasatud kapitali tulususest võrrelduna selle maksumusega on see, mis juhib väärtust. Ettevõtted saavad säilitada tugeva kasvu ja investeeritud kapitali kõrged marginaalid ainult siis, kui neil on tugev konkurentsieelis. Nii ongi konkurentsieelis, äristrateegia tuum, seotud väärtuse loomise protsessiga. (Copeland *et al.* 1996: 4) Niisiis on väärtus käibe kasvu ja investeeringute tulususega seotud ning viimane on igal juhul väärtust suurendav isegi, kui käive ei kasva (vt joonis 1). Seevastu käibe kasv tingimustest, kus investeeringute tulususe määr jääb alla kapitali kulukuse määrale ja kasvamiseks tuleb jätkuvalt investeerida, kahandab ettevõtte väärtust. (Koller *et al.* 2010: 20)



Joonis 1. Käibe kasv ja investeeritud kapitali tulusus juhivad väärtust (autori koostatud Koller *et al.* (2010: 16) alusel).

Uute investeeringute oodatud tulumäär peab kokku langema eeldatavate konkurentsi-tingimustega. Majandusteooria kohaselt elimineerib konkurents lõpuks ebanormaalsed tulud, nii et paljude ettevõtete jaoks $ROIC^1 = WACC^2$. (Copeland *et al.* 1996: 306) Sisuliselt tähendab see seda, et väärtuse loomine seiskub, sest kasv ei lisa ega vähenda ettevõtte väärtust. Samas ei sobi see üldistus ettevõtetele, kellel on hea toode ning tugev konkurentsieelis. On mitmeid näiteid ettevõtetest, kes suudavad jätkuvalt, aastakümneid kasvada ja väärtust juurde luua – Coca-Cola, GE, VW, Porche jne.

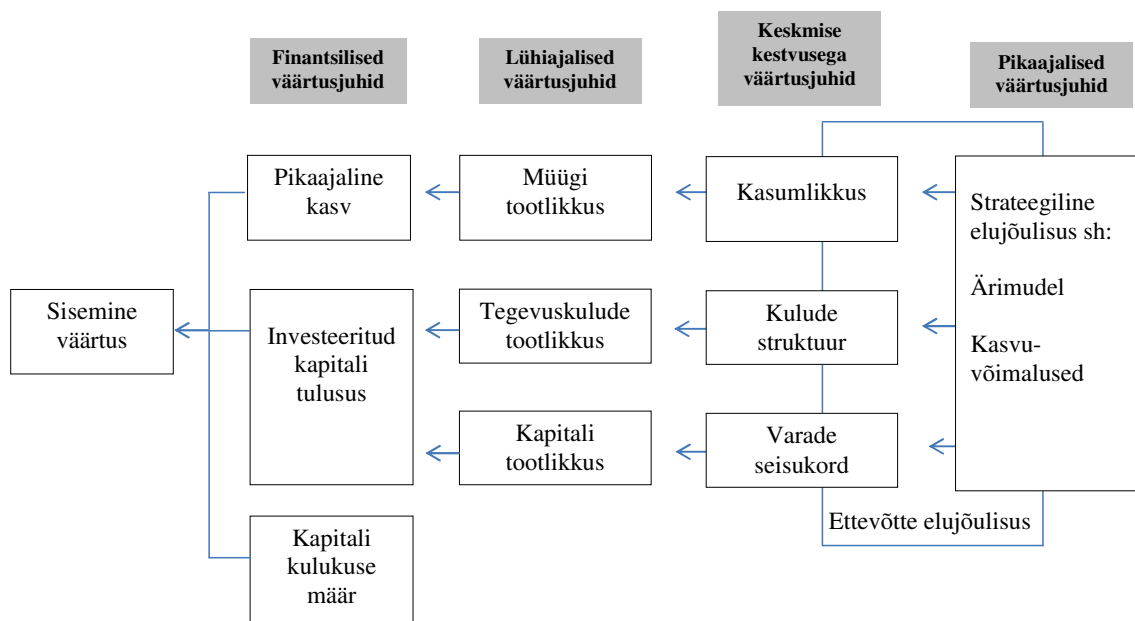
Aswath Damodaran (2001: 4) kohaselt on ettevõtte rahanduse kolm põhifookust investeerimisotsused, finantseerimisotsused ja dividendiotsused. Põhjendatuna:

- investeerima peab ettevõtte siis, kui oodatav marginaal ületab investorite poolt nõutavat tulunormi;
- ettevõtet peab finantseerima selliselt, et kapitali kulukuse määr (võõrkapitali ja omakapitali suhe) oleks võimalikult madal;
- dividende tuleb maksta juhul, kui ettevõttel puuduvad ideed/võimalused investeeringuteks, st vaba rahaga ei ole midagi peale hakata.

Eelnevale tuginedes nähtub, et kõik need kolm suunda on tugevalt seotud ettevõtte väärtusloomega ja neid tuleb vaadelda kompaktselt koos ettevõtte väärtusele hinnangu andmisega. Täpsema ülevaate väärtusloomest annab joonis 2.

¹ ROIC (*return on invested capital*) – investeeritud kapitali tulusus.

² WACC (*weighted average cost of capital*) – kaalutud keskmine kapitali kulukuse määr.



Joonis 2. Väärtusloome puu (autori koostatud Koller *et al.* (2010: 417) alusel).

Ettevõtte väärtusele hinnangu andmiseks on mitmeid erinevaid meetodeid ja kui ettevõtte pole vabalt turul kaubeldav, tulebki kasutada neist ühte või mitut. Autori arvates on oluline vahet teha mõistetel väärtus ja hind. Ettevõtte väärtus ei tähenda, et tema eest konkreetsel ajahetkel nii palju raha saab ja hind ei tähenda, et ettevõtte ka tulevikus nii palju väärt on, mistõttu tuuakse alljärgnevalt lühiülevaade erinevatest väärtuse hindamise viisidest, mille vahel on võimalik valida lähtuvalt konkreetsest eesmärgist, mille jaoks soovitakse väärtust teada. Olgu selleks siis soov investeerida pikaajaliselt või lühiajaliselt, investeringust väljuda või mõni muu sissejuhatuses kirjeldatud vajadus.

Robert F. Reilly (2012) kirjeldab oma artiklis “*Sale of Private Company Stock to Employees and other Parties*” kolme võimalikku lähenemisviisi ettevõtte väärtuse hindamiseks:

- sissetulekutel põhinev hinnang (*income approach*),
- turul põhinev hinnang (*market approach*),
- varadel põhinev hinnang (*asset approach*).

Villu Zirnask (2008: 122) on oma raamatus “Strateegiline finantsjuhtimine – idee kohtub rahakotiga” kirjeldanud tabeli kujul (vt tabel 1) erinevaid väärtuse hindamise meetodeid.

Tabel 1. Valik ettevõtte väärtuse hindamise meetodeid

Bilansil põhinevad meetodid	Võrreldavate tehingute meetodid	Sega-meetodid	Rahavoo diskonteerimine	Reaal-optsioonide hindamine
Raamatu-pidamisväärtus	Hind/puhaskasum	Korrigeeritud kasumi diskonteerimise meetod	Dividendide diskonteerimine	Black-Scholesi mudel
Varade turuväärtus	Hind/EBITDA		Omanike vaba rahavoo diskonteerimine	Binominaalne mudel
Likvideerimisväärtus	Hind/käive	Ekstratulu meetod		Monte-Carlo simulatsioon
Asendumaksumus	Muud suhtarvud		Ettevõtte vaba rahavoo diskonteerimine	

Allikas: (Autori koostatud Zirnask (2008: 122) alusel).

Kõikidel toodud meetoditel on omad plussid ja miinused ning sõltuvalt kontekstist on need ka kasutatavad. Kindlasti tuleb neid uurida ja valida sobivaim, kui mõni ettevõtte väärtuse hindamist vajav tehing käsil. Palju sõltub ettevõtte iseloomust ja turuolukorrast – näiteks ettevõtte puhul, millel on palju vara (näiteks kinnisvara), mille väärtus tõuseb, on igati õige kasutada varade turuväärtuse meetodit. (*Ibid.*: 124)

Maailmas on ettevõtteid, millel on palju immateriaalset vara (*intangible assets*) nagu töötajad, arendustegevus, kuid vähe materiaalsel vara. Selliste ettevõtete väärtuse hindamisega kaasnevaid probleeme, kasutades diskonteeritud rahavoogude meetodit ja suhtarvudel baseeruvat meetodit, on analüüsinud Aswath Damodaran (2009a). Problemaatiline on ka uute ettevõtete ehk nn *start-up*'ide väärtuse hindamine, kuna neil puudub ajalugu, neil on väike või olematu müügitulu ja nad võivad olla kahjumis. Sellised ettevõtted sõltuvad erakapitalist, paljud ei jää ellu ning investeeringud on ebalikviidsed. (Damodaran 2009b)

Oma teadusmagistri töö raames uuris Mark Kantšukov (2010: 101-109) väärtuse hindamise mudelite kasutussagedust Eesti finantsnõustamise ettevõtete esindajate poolt. Uuring kajastab diskonteeritud rahavoogudel, väärtuskordajatel ja varadel põhinevate mudelite kasutussagedust, mille kokkuvõte on esitatud tabelis 2.

Tabel 2. Väärtuse hindamise modelite kasutussagedus Eesti finantsnõustamise ettevõtete esindajate poolt koos arvatud eelistusskooridega

Diskonteeritud rahavoogudel põhinevad modelid				
	Sageli	Harva	Mitte kunagi	Skoor
FCFF	23	3	2	0.875
FCFE	7	15	6	0.518
Diskonteeritud dividendide mudel	1	11	15	0.232
APV	0	2	26	0.036
Muud	2	1	25	0.089
Väärtuskordajatel põhinevad modelid				
EV/EBITDA	22	2	4	0.821
P/E	15	7	6	0.661
EV/S	11	11	6	0.589
EV/EBIT	10	11	7	0.554
P/B	12	7	9	0.554
EV/A	0	10	18	0.179
P/EBIT	2	6	20	0.179
P/EBT	1	6	21	0.143
Muud	4	2	22	0.179
Ettevõtte varade põhised modelid				
Bilansilisest väärtusest lähtuvalt	8	14	6	0.536
Likvideerimisväärtusest lähtuvalt	6	17	5	0.518
Asendusväärtusest lähtuvalt	5	16	7	0.464

Allikas: (Autori koostatud Kantšukov (2010: 106) alusel).

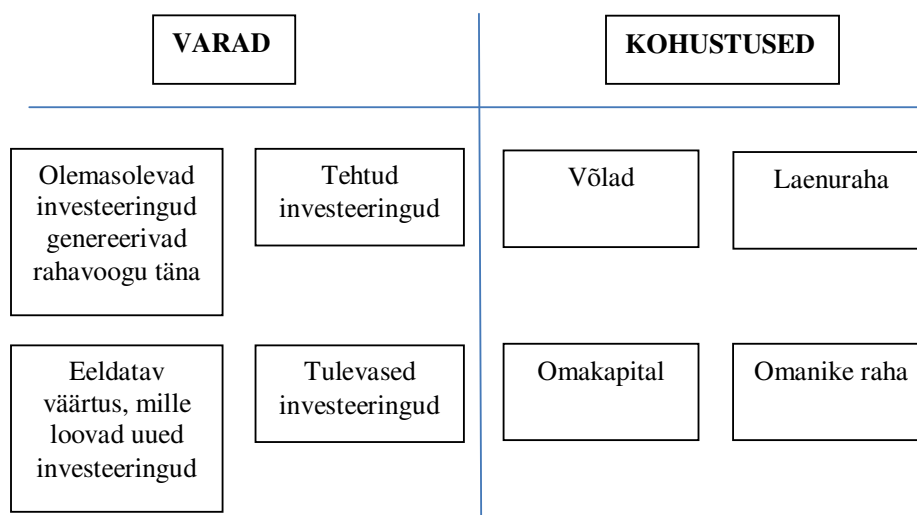
Uuringust selgub, et populaarseimateks väärtuse hindamise modeliteks Eesti finantsnõustamise ettevõtete seas on diskonteeritud rahavoogudel baseeruv FCFF mudel, väärtuskordajatel põhinev EV/EBITDA mudel, väärtuskordajatel põhinev P/E mudel, väärtuskordajatel põhinev EV/S mudel ning väärtuskordajatel põhinevad EV/EBIT ja P/B modelid. Esikohal on napilt diskonteeritud rahavoogudel baseeruv mudel, kuid palju leiavad kasutamist ka väärtuskordajatel baseeruvad modelid ilmselt seetõttu, et need on vähem tööjõumahukad ning kiiremini leitavad. Väärtuskordajatel baseeruv väärtuse hindamise meetod seisneb selles, et hinnatava ettevõtte väärtust võrreldakse teiste ettevõtete standardiseeritud näitajate alusel. (*Ibid.*: 115)

Selleks, et anda mingile ettevõttele hinnang, baseerudes väärtuskordajatele, on vaja teada võrdluseks oleva ettevõtte turuväärtust – see peab olema börsil noteeritud. Autori arvates on aga seetõttu väärtuskordajatel baseeruvad meetodid Eesti kontekstis ebatäpsed, kuna kohalik börs on olematu ja võrdlusbaas seetõttu äärmiselt väike. Loomulikult

on võimalus otsida võrdluseks sobivaid ettevõtteid teistelt börsidelt, kuid sel juhul on oluline pöörata tähelepanu majanduskeskkonnale ja teistele teguritele, mis väärtust mõjutavad – eriti maksusüsteemid, konkurentsipositsioon jms. Käesoleva magistritöö raames on oluline veel ära märkida, et viidatud uuringule vastanud finantsanalüütikutest koguni 79% tegeles börsil mittenoteeritud ettevõtete väärtuse hindamisega.

1.2. Diskonteeritud rahavoogudel põhinev väärtuse hindamine

Ettevõtte väärtuse vundamendiks on tema bilansi aktiva poolel olevad varad, täpsemalt nende varade võime genereerida tulevikus raha (vt joonis 3). Raha ja mitte kasumit, sest investorile saab väljamakseid teha vaid raha olemasolu korral, mistõttu peetakse kõige õigemaks tulevaste rahavoogude diskonteerimisel (nüüdisväärtuse leidmisel) baseeruvaid mudeleid. Nende eelis ajalool baseeruvate, raamatupidamisaruannetele tuginevate, meetodite ees on see, et need vaatavad tulevikku, mida üldjuhul ka müüakse – võimalust tulevikus tulu teenida, mitte eelnevalt teenitud tulu. Seetõttu on tulevaste rahavoogude diskonteerimisel baseeruvad mudelid sobilikumad eelkõige pikaajaliste investeeringute kontekstis.



Joonis 3. Damodaran'i lihtne vaade ettevõttele (autori koostatud Damodaran (2006: 50) alusel).

Pablo Fernandezi kohaselt on rahavoog tegelikkus (*fact*), puhaskasum aga hinnang (*opinion*). Seda ilmestavad tema sõnul mitmed näited ettevõtetest, kes on kasumis, kuid

siiski vajavad saneerimist. Sama probleemi valguses on mõned analüütikud võtnud kasutusele termini raamatupidamislik rahavoog (*accounting cash flow*), mis tähendab, et puhaskasumile on juurde liidetud amortisatsioon (Fernandez 2008: 2). Lähtuvalt erinevate osapoolte huvist võib rahavoogude tasemed jagada: omakapitali rahavoog (*equity cash flow* – ECF); vaba rahavoog (*free cash flow* – FCF) ja kapitali rahavoog (*capital cash flow* – CCF). (*Ibid.*: 2-4)

Puhaskasumi puhul arvutatakse perioodi tulude ja kulude vahe, investeringute ning laovarudega seonduv kajastub vaid rahavoos. Raamatupidamise kontekstis tekib tulu siis, kui väljastatakse arve ning kulu, kui materjal võetakse kasutusele, mitte siis, kui raha laekub või kauba eest tasutakse. Nii võibki tekkida olukord, kus ettevõtte on ostanud materjali, tootnud kauba ja teeninud kasumit, kuid tal puudub võimalus ostetu eest tasuda, sest tal pole piisavalt käibevahendeid, kuivõrd toodang on jätkuvalt veel laos või juba müüdud, kuid selle eest pole veel raha laekunud või on hiljutised investeringud neelanud kogu ettevõtte vaba raha ja vaatamata jooksvale kasumile on tekkinud makseraskused. Sisuliselt on tegemist tekkepõhise vs kassapõhise lähenemise erinevusega. Diskonteeritud rahavoogudel baseeruvad hindamismudelid on kirjeldatud tabelis 3.

Tabel 3. DCF väärtuse hindamise meetodite raamistik

Mudel	Mõõde	Diskonteerimismäär	Sobivus
Ettevõttele suunatud diskonteeritud rahavood – FCFF	Vaba rahavoog	WACC – keskmine kapitali kulukuse määr	Projektid, osakonnad, ettevõtted kes hoiavad kapitali struktuuri eesmärgipärase.
Diskonteeritud majanduslik kasum – DEP	Majanduslik kasum	WACC	Väljendab hästi, kas ettevõtte loob väärtust.
Kohandatud nüüdisväärtus – APV	Vaba rahavoog	Finantsvõimendusega omakapitali hind	Toob WACC'il baseeruvatest meetoditest paremini esile muutuva kapitali struktuuri.
Kapitali rahavoog – FCFC	Kapitali rahavoog	Finantsvõimendusega omakapitali hind	Paneb vaba rahavoo ja intresside maksukilbi ühte numbrisse, mistõttu raske võrrelda ettevõtete tegevustulemeid.
Omakapitali rahavoog – FCFE	Omakapitali rahavoog	Finantsvõimendusega omakapitali hind	Raske õigesti kasutada, sest kapitali struktuur on seotud rahavooga. Sobib hindamaks finantsettevõtteid.

Allikas: (Autori koostatud Koller *et al.* (2008: 102) alusel).

Korrektstelt teostades peaksid kõik meetodid andma sama tulemuse, kuid kõigil on oma eelised ja ka puudused. Näiteks ettevõttele suunatud DCF on praktikute ja teadlaste lemmik, kuna baseerub puhtalt ettevõttesse sissetulevatel ning väljaminevatel rahavoogudel, mitte raamatupidamislikel tuludel. Diskonteeritud majandusliku kasumi meetod aga muutub üha populaarsemaks, kuna on lähedalt seotud majandusteooria ja konkurentsistrateegiaga. Majanduslik kasum toob esile, kas ettevõtte teenib tagasi oma kapitali kulud ja kuidas tema finantsnäitajad ajas muutuvad. Arvestades, et mõlemad meetodid annavad sama tulemuse, kuid täiendavad teineteist, on neid mõlemaid soovitatav ettevõtte väärtuse hindamise puhul kasutada. (Koller *et al.* 2010: 101)

Pablo Fernandez (2009: 3) on kirjeldanud 10 diskonteeritud rahavoogudel baseeruvat hindamise viisi ja jõudnud järeldusele, et kõik need enimlevinud meetodid annavad sama tulemuse, mis on ka loogiline, kuna need baseeruvad samal reaalsusel ning samadel hüpoteesidel. Ainus erinevus on hindamise aluseks olev rahavoog. Fernandezi (2003: 1) kohaselt jagunevad väärtuse hindamisel tehtud vead kuude kategooriasse: vead diskonteerimisprotsendi arvutamisel seotuna ettevõtte riskisusega; vead rahavoogude arvutamisel ja prognoosimisel; vead jätkuväärtuse kalkuleerimisel; ebajärjekindlus ning kontseptuaalsed vead; väärtuse tõlgendamisel tehtavad vead; organisatsiooniga seotud vead. Usaldusväärse hinnangu saamiseks on vaja läbida teatud etapid, millest annab ülevaate tabel 4.

Samas on DCF mudelil pahupooli, mida iseloomustab hästi järgnev tsitaat: “Diskonteeritud rahavoogude meetodi puhul on probleemiks juhtkonna võimalus suurendada ettevõtte rahavoogusid, lükates investeringute tegemine edasi ja sellega suurendades jooksvaid rahavoogusid.” (Lepasalu 2006) Autor on seisukohal, et see kehtib lühiajalises kontekstis, kuna pikas plaanis tähendab mitteinvesteerimine rahavoogude langust.

Ettevõtte väärtuse hindamise oluliseks komponendiks on riskidest tulenevad diskontod ja preemiad, mida rakendatakse nii ettevõtte kui ka omakapitali tasandil. Peamiselt räägitakse siinkohal kõikvõimalikest finantsriskidest. Finantsriske võib jagada turu-, krediidi-, likviidsuse, operatsiooni-, juriidiliseks ja inimfaktori riskiks (Masso 2002). Ettevõtte avatus riskidele (*corporate risk exposure*) ehk riskiprofiil mõõdab ulatust, mil

määral spetsiifiline riskiallikas ehk teatud muutuja (intressimäär, valuutakurss) mõjutab ettevõtte tegevusedukust.

Tabel 4. Ettevõtte väärtuse hindamise etapid

Etapi nimetus	Etapi tegevused
Finantsaruannete reorganiseerimine	Selleks, et hindamismudelid töötaksid, tuleb ettevõtte ajaloolised finantsaruanded viia samale kujule, millel baseeruvad hindamismeetodid.
Eelnevate perioodide tulemuste analüüs	Tulevikuennustused baseeruvad alati hoolikal minevikuanalüüsil. Antud etapis leitakse vajalikud suhtarvud, mille alusel saab tulevikku ennustada.
Ärikeskkonna ja konkurentsianalüüs	Lisaks ettevõtte finantsnäitajate analüüsile tuleb anda hinnangud ka majanduskeskkonnale, kus ettevõtte tegutseb ja tema konkurentsipositsioonile oma sektoris.
Eelduste määratlemine ja prognoosiperioodi määramine	Eelnevate perioodide finantstulemuste, ärikeskkonna ja konkurentsianalüüsi tulemustele baseerudes määratletakse eeldused, millele ettevõtte väärtuse hindamine rajaneb. Samas otsustatakse prognoosiperioodi pikkus, millest kaugemale detailselt rahavooge ei prognoosita.
Pro-forma aruannete koostamine prognoosiperioodi kohta	Lähtuvalt määratud eeldustest koostatakse reorganiseeritud finantsaruannete põhjal prognoositavad majandusaruanded.
Diskonteerimismäära leidmine	Vastavalt valitud meetodile leitakse diskonteerimismäär, mille alusel tuuakse tulevased rahavood hindamishetkesse.
Jätkuväärtuse hindamine	Peale prognoosiperioodi tekkivate rahavoogude leidmine.
Ettevõtte väärtuse hindamine ja tõlgendamine	Diskonteeritakse prognoosiperioodi jooksul loodavad rahavood ja lisatakse saadud tulemustele äritegevuseks mittevajaliku vara väärtus (näit üleliigne rahavaru).
Tulemuste sensitiivsusanalüüs	Hinnatakse tulemuste sensitiivsust sisendite suhtes, millele ennustus baseerub.

Allikas: (Autori koostatud Koller *et al.* (2008: 130-300) ja Sander (2012/2013: 66-67) põhjal).

Riskile avatust on võimalik analüüsida nii kitsalt aktsionäride kui ka ettevõtte kõigi investorite seisukohalt, kasutades rahavoogude korral vastavalt omakapitali või ettevõtte rahavooge. (Masso, Juhkam 2002) Majanduslik riskile avatus (*economic exposure*) hindab riskiallika mõju ettevõtte rahavoogudele, väärtusele või aktsia hinnale. Majanduslike riskide hindamiseks võib kasutada Monte-Carlo simulatsioonimudelit, mille korral ettevõtte rahavoogusid või väärtust analüüsitakse funktsioonina spetsiifilistest majandusnäitajatest (intressimäärad, valuutakursid, inflatsioon). (*Ibid.*) Seetõttu on ettevõtte kui terviku, enamus- ja vähemusosaluse, väärtuse hindamisel kasutusel erinevad diskontod ja preemiad, mis on seotud: asukohamaaga, osaluse suurusega (vähemusosaluse

diskonto ja kontrollipreemia), valuutaga, võtmeisikutega, mittelikviidsusega. Enimkasutatud neist on mittelikviidsusest tulenev diskonto ja kontrollipreemia, mis on leidnud laialdast käsitlust ka teaduskirjanduses. Mittelikviidsusdiskonto näol on tegemist allahindlusmääraga, mida kasutatakse börsil mittenoteeritud ettevõtete väärtuse hindamisel. Asjaolu, et ettevõtte aktsiad pole vabalt kaubeldavad, tähendab investori jaoks suuremat riski ja seetõttu peab ta saama selle riski võtmise eest ka tasutud.

Investorid väärtustavad likviidsust (*marketability*) ja on seetõttu nõus ka selle eest rohkem maksma. Mittelikviidsuste varade väärtust hinnatakse analoogselt likviidsetele varadele, arvestades mittelikviidsuse diskontoga. Põhjus seisneb selles, et ebalikviidsuste varade realiseerimine on oluliselt kallim ja aeganõudvam, kui likviidsuste varade realiseerimine (Bajaj *et al.* 2001). Kui investeerimispankurid hindavad eraettevõtte väärtust, võttes aluseks analoogse avaliku ettevõtte väärtuse, kasutavad nad tavaliselt diskontot. Enamus praktikuid on arvamusel, et see diskonto peegeldab väiksemat väärtust, mis kaasneb eraettevõtete ebalikviidsusega. (Koeplin *et al.* 2000)

Ülaltoodud näited (Bajaj 2001; Koeplin 2000) põhinevad väärtuskordajate meetoditel leitud ettevõtete väärtustel, kuid ka teiste meetodite puhul on mittelikviidsusdiskonto kasutatav. Näiteks võib selle lisada CAPM³ mudelisse täiendava riskipreemiana, mille alusel leitakse omakapitali väärtus.

Varade üle suuremat kontrolli omandades on investorid nõus selle eest ka suuremat hinda maksma ja vastupidi. Abrams (2001: 200) kohaselt baseerub kontrolli puudumise allahindlus (KPA) traditsiooniliselt kontrollipreemial (KP). Näiteks kui turustatava vähemusosaluse eest makstakse \$100/aktsia ja kontrollosalus ostetakse \$140/aktsia on KP \$40 aktsia kohta ehk 40%. KPA leitakse, jagades \$40 preemia kontrollihinnaga \$140, mis teeb 28,6%. Sümbolsealt: $KPA = KP / (1 + KP)$.

Enamus kohtuid nõustub, et väärtuse hindamisel ei ole kohane kasutada vähemusosaluse diskontot, kuigi vähemusosaluse turuväärtus võib olla erinevate põhjuste tõttu surve all (Boot 2001: 1). Siiski omab kontrollosalus tavaliselt hinnalisa õiglase turuhinnaga võrreldes, sest kontrolliv aktsionär saab seaduste piires äriprotsesse juhtida ja on seetõttu nõus ka osaluse eest rohkem maksma (*Ibid.*: 3). Nagu Boot (2001), nii arvab

³ CAPM (*capital asset pricing model*) – finantsvarade hindamise mudel.

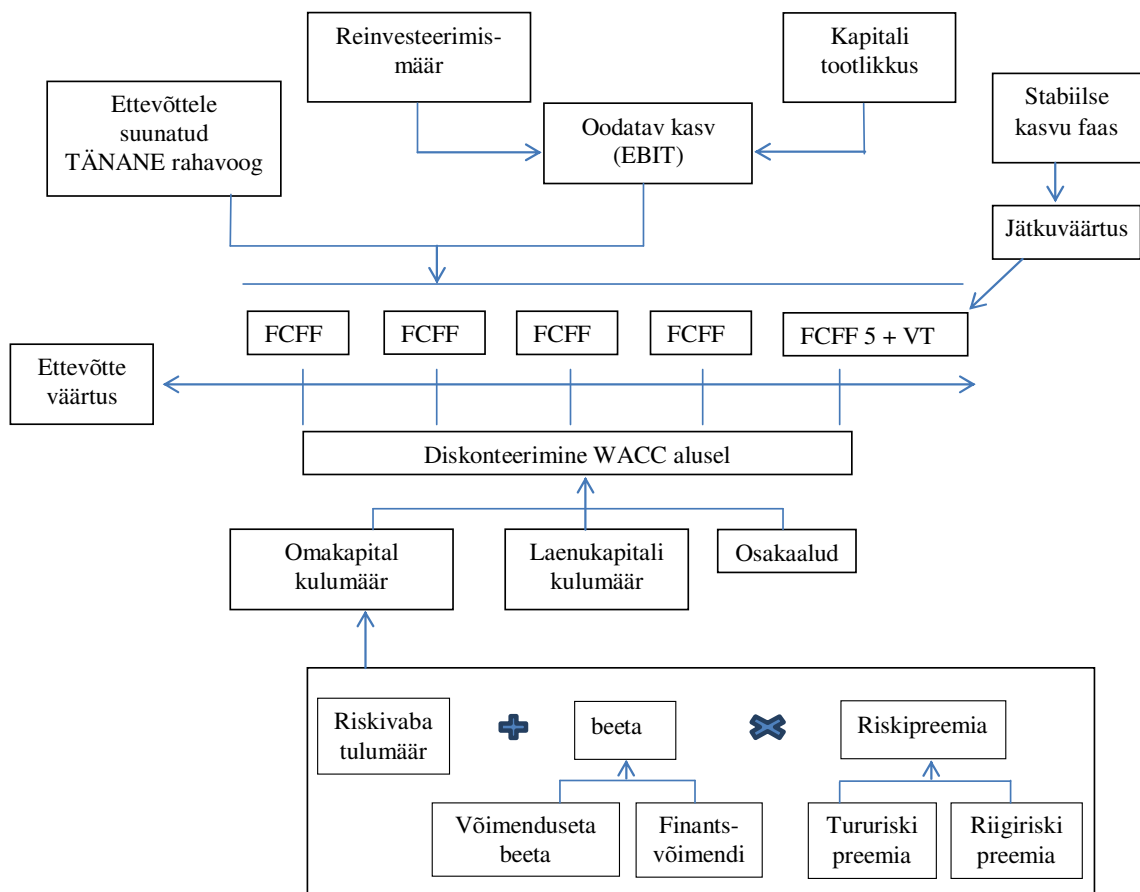
ka Kevin Kreizman (2008), et 25-40% ulatuvad kontrollipreemiad on ebaõiglased ja isegi illegaalsed. Damodaran (2005) leiab seevastu, et kontrollipreemiate maksmise eeltingimuseks on uskumine, et kontrolli omandades suudetakse midagi paremini teha ja rohkem raha teenida. Seega peaks halvemini juhitud ettevõtete korral olema kontrollipreemiad suuremad, kui hästijuhitud ettevõtete korral, mistõttu on hinnaerinevus ka hääleõigustega ja hääleõigusteta aktsiate hindade vahel. Oluline on niisiis ettevõtte väärtuse hindamisel anda hinnang ka ettevõtte tegevuse ja olemusega seotud riskidele ning omandatava vara väärtust vastavalt kohandada.

Peale finantsmudeli koostamist saab teostada sensitiivsusanalüüsi. Sensitiivsusanalüüs on soovitatav abivahend finantsjuhtimises, kuna paljud sisendandmed on reaalsuses juhuslikud ja see, mis pannakse sisendväärtusena kirja, on üks väärtus paljudest võimalikest. Seega tuleb teostada sensitiivsusanalüüs, et näha, mis juhtub erinevate väärtustega, muutes sisendandmeid. (Velez-Pareja *et al.* 2008: 48) Sensitiivsusanalüüsi kasutades saab näiteks hinnata, milline mõju on müügitulu kasvumääral ettevõtte omakapitali väärtusele (Benninga 2008: 117).

Käesoleva magistritöö kontekstis võimaldab sensitiivsusanalüüs hinnata, kui palju muutub ettevõtte väärtus, kui muudetakse ühte sellega seotud tegurit, teisisõnu näitab see väärtuse tundlikkust sisendparameetrite suhtes. Sensitiivsusanalüüsi läbiviimiseks võib kasutada *MS Excel*'i rakendusi. Keerukam viis on kasutada Monte Carlo simulatsiooni, milleks on olemas ka erinevad tarkvarad (Velez-Pareja *et al.* 2008: 48). Sensitiivsusanalüüsi puuduseks on asjaolu, et vaadeldava näitaja tundlikkust saab testida vaid ühe sisendparameetri suhtes ja meetod ei võimalda hinnata, kui suures mahus võib näitaja muutuda.

1.3. Ettevõttele suunatud diskonteeritud vabade rahavoogude mudel

Nagu eelpool toodud, tuginevad kõik rahavoogudel baseeruvad meetodid samadele põhiprintsiipidele – ettevõtte väärtus leitakse diskonteerides tulevikus tekkivad vabad rahavood riskitasemele vastava diskonteerimismääraga (vt joonis 4).



Joonis 4. Väärtuse hindamine läbi rahavoogude diskonteerimise (autori koostatud Damodaran (2013) alusel).

FCFF meetodi puhul diskonteeritakse ettevõttele suunatud vabad rahavood diskonteerimismääraga ja leitakse ettevõtte kui terviku (omakapital + laenukapital) väärtus. Väärtuse kujunemist iseloomustab järgmine valem (Koller *et al.* 2010: 124):

$$(1) \quad V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1 + k_u)^t},$$

kus FCF – ettevõtte poolt loodav vaba rahavoog,
 k_u – riskitasemele vastav diskonteerimismäär.

Diskonteerimismäärana kasutatakse enamasti WACC'i ja seetõttu on Simon Benninga (2008: 114) valemi 1 avaldanud järgnevalt:

$$(2) \quad V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t},$$

kus $WACC$ – kaalutud keskmine kapitali kulukuse määr.

Kuna ettevõtte väärtuse hindamine baseerub üldjuhul pikemal prognoosiperioodil kui üks aasta, on alljärgnevalt välja toodud valem 3 viieaastase perioodi kohta (Benninga 2008: 114):

$$(3) \quad V = \frac{FCF_1}{(1+WACC)^1} + \frac{FCF_2}{(1+WACC)^2} + \dots + \frac{FCF_5}{(1+WACC)^5} + \frac{T_5}{(1+WACC)^5},$$

kus T_5 ehk jätkuväärtus esindab tänast väärtust alates kuuendas aastast.

Jätkuväärtust nimetavad mitmed autorid erinevalt sh:

- Benninga, Damodaran – lõppväärtus (*terminal value*);
- Copeland, Kollet *et al.* – jätkuväärtus (*continuing value*);
- Fernandez – jääkväärtus (*residual value*).

Niisiis selle asemel, et projekteerida rahavooge lõpmatuseni, kasutatakse kõige levinumat jätkuväärtuse mudelit (Benninga 2008: 114):

$$(4) \quad T_5 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_{t+5}}{(1+WACC)^t} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_5 \cdot (1+LTG)^t}{(1+WACC)^t} = \frac{FCF_5 \cdot (1+LTG)}{WACC - LTG},$$

kus LTG – pikaajaline kasvumäär (*long term FCF growth*).

Jätkuväärtuse leidmine baseerub Gordoni kasvumudelil, mis oma lihtsustatud kujul eeldab, et ettevõttelt investorile makstav dividend on perpetuiteet⁴ kasvumääraga g . Gordoni kasvumudelit kasutatakse ettevõtte jätkuväärtuse leidmiseks (Andresson 2002). Gordoni kasvumudel:

$$(5) \quad P_0 = \frac{Div_1}{k - g},$$

⁴ Püsiva suurusega maksete lõpmatu jada.

- kus P_0 – aktsia hind perioodil 0,
 Div_1 – aktsialt makstav dividend perioodil 1,
 k – investorite poolt nõutav tulunorm,
 g – dividendide juurdekasvumäär järgnevatel perioodidel.

Seega eeldatakse, et detailse prognoosiperioodi lõpuks on ettevõtte oma küpsuse saavutanud ja edaspidi kasvab ta konstantselt kuni lõpmatuseni. Samuti eeldatakse, et ettevõtet ei plaanita likvideerida. Eelpool kirjeldati Simon Benninga (2008) lähenemist jätkuperioodile (vt valem 4), järgnevalt tuuakse Koller *et al.* (2008: 111) poolt pakutud valem:

$$(6) \quad CV_t = \frac{NOPLAT_{t+1} \left(1 - \frac{g}{RONIC} \right)}{WACC - g},$$

- kus CV (*continuing value*) – ettevõtte väärtus jätkuperioodi alguseks,
 $NOPLAT_{t+1}$ – maksudega kohandatud ärikasum esimesel aastal peale detailse prognoosiperioodi lõppu,
 g – $NOPLAT$ i oodatav kasvumäär,
 $RONIC$ – uute investeeringute oodatav tulumäär,
 $WACC$ – kaalutud keskmine kapitali kulukuse määr.

Valemit 6 võib lihtsustada järgmisele kujule (Copeland *et al.* 1996: 535):

$$(7) \quad V_{cont} = \frac{FCFF_{cont}}{WACC - g},$$

- kus V_{cont} – ettevõtte väärtus jätkuperioodi alguseks,
 $FCFF_{cont}$ – normaliseeritud rahavood esimesel aastal peale prognoosiperioodi,
 g – rahavoogude oodatav kasvumäär,
 $WACC$ – kaalutud keskmine kapitali kulukuse määr.

Järgmise sammuna on vaja määrata detailne prognoosiperiood ja koostada antud perioodi kohta finantsaruanded (*financial statements*) ehk *pro-forma* aruanded, milleks on kasumiaruanne ning bilanss, mille baasil saab välja arvutada väärtuse hindamiseks vajalikud (Koller *et al.* 2008: 185):

- maksudega kohandatud ärikasumi – NOPLAT (*net operating profit less adjusted taxes*);
- investeeritud kapitali tootlikkuse – ROIC (*return on invested capital*);
- vaba rahavoo – FCF (*free cash flow*).

Autori arvates on lisaks bilansile ja kasumiaruandele vaja koostada ka *pro-forma* investeeringute plaan või vähemalt paika panna eeldatav investeerimispoliitika, mis haakub planeeritava käibega. Prognoosiperioodi pikkuse määramine on keeruline küsimus. Kui kombineerida 15 aastane prognoosiperiood ja 10 aastane analüüsiperiood, muutub väärtuse hindamise kalkulatsioon komplektseks (Koller *et al.* 2008: 186). Prognoosiperioodi kohta koostatud finantsaruannete baasil leitakse ettevõttele suunatud vabad rahavood, tuginedes järgnevale valemile 8 (Fernandez 2007: 15):

$$(8) \quad FCFF = EBIT - EBIT \cdot \text{maksud} + \text{kulum} - \text{investeeringud põhivarasse} \\ - \text{investeeringud puhaskäibekapitali},$$

kus $EBIT$ – intresside ja tulumaksueelne kasum (*earnings before interest and taxes*).

Oluline on siinkohal märkida, et $EBIT$ 'i näol pole tegemist ärikasumiga, mis on finantstulude-kulude ja maksude-eelne kasum. Nende erinevus seisneb selles, et ärikasumist on lisaks maksudele ja intressikuludele maha arvestatud ka intressitulud ning kõik muud finantsilised tulud ja kulud, näiteks kasum/kahjum valuutakursi muutusest. Kuivõrd Eestis ei maksustata kasumit selle tekkimise hetkel, vaid väljamaksmise hetkel, avaldub valem 8 järgnevalt:

$$(9) \quad FCFF = EBIT + \text{kulum} - \text{investeeringud põhivarasse} \\ - \text{investeeringud puhaskäibekapitali}.$$

Kõige olulisem komponent ettevõtte väärtuse leidmisel prognoositavate finantsaruannete kõrval on diskonteerimismäär. FCFF mudeli puhul peab diskonteerimismäär kajastama kõikide investorite riske, kuna väärtus leitakse kogu ettevõtte kohta. Seega leitakse kapitali kulukuse määr, kasutades WACC meetodit (Koller *et al.* 2008: 111):

$$(10) \quad WACC = \frac{D}{D+E} k_d (1 - T_m) + \frac{E}{D+E} k_e,$$

kus $WACC$ – kaalutud keskmine kapitali kulukuse määr,
 D – laenukapitali turuväärtus,
 k_d – võlausaldajate nõutav tulumäär,
 T_m – ettevõtte tulumaksumäär,
 E – omakapitali turuväärtus,
 k_e – aktsionäride nõutav tulumäär ehk omakapitali kulukuse määr.

Kuivõrd intresside maksusoodustus Eestis ei kehti, kasutatakse magistritöös valemit 10 alljärgneval kujul:

$$(11) \quad WACC = \frac{D}{D+E} k_d + \frac{E}{D+E} k_e.$$

Valemi 11 abil leitakse erinevate kapitalide osakaalud ja nende kaalutud keskmine kulukuse määr. Ettevõtte kapitali struktuuri puhul on oluline mõista, et muutused kapitali struktuuris ei mõjuta ettevõtte väärtust. Üldlevinud on arvamus, et laenukapital on omakapitalist odavam ja seetõttu tuleb seda rohkem kaasata. Samas tõestasid Nobeli preemia laureaadid Franco Modigliani ja Merton Miller 1958. a, et muutused ettevõtte laenu- ja omakapitali struktuuris ei muuda oluliselt ettevõtte väärtust juhul, kui ei toimu muutust ettevõtte poolt teenitavates rahavoogudes. Teisisõnu on mõistlik kaasata rohkem laenukapitali juhul, kui sellega kaasneb ka müügitulu kasv ja mis veelgi olulisem juhul, kui kaasatud kapitali tulusus ületab selle kulusust. Riikides, kus intressikulud saab maksustatavast kasumist maha arvutada, võib laenukapitali kaasamisel tekkida nn “maksukilp” ja seetõttu võib suureneda ka ettevõtte väärtus, kuid seda kuni teatud piirini. Liigne laenukapital suurendab ettevõtte riskitaset, mis omakorda suurendab kaalutud keskmist kapitali kulukuse määra ja seetõttu vähendab ettevõtte väärtust.

Laenukapitali kasutamine võimendab ettevõtte poolt võetavate riskide mõju ettevõtte omakapitali suhtes. Seega tuleb eristada ettevõtte ja omanike riskile avatust. (Masso, Juhkam 2002: 57) Laenukapitali kulukuse määr ehk võlausaldajate nõutav tulumäär on leitav järgmiselt (Sander 2012/2013: 71):

$$(12) \quad D = \sum_{t=1}^m \frac{CF_t}{(1+k_d)^t},$$

kus D – laenukapitali turuväärtus,
 CF_t – ajahetkel t laenukapitaliga seotud rahavoog,
 m – laenukapitali tähtaeg,
 k_d – võlausaldajate nõutav tulunorm.

Praktilistes arvutustes leitakse võlausaldajate nõutav tulumäär ka *MS Excel* funktsiooni XIRR abil. Omakapitali kulukuse määr tuletatakse finantsvarade hindamise mudeli CAPM kaudu ja see avaldub järgnevalt (Fernandez 2007: 17):

$$(13) \quad k_e = R_F + \beta(R_M - R_F),$$

kus k_e – aktsionäride nõutav tulumäär,
 R_F – riskivaba tulumäär,
 β – beetakordaja ehk nn tururiskipremia,
 R_M – oodatav tulumäär.

Kui investorid investeerivad, eeldavad nad tootlust, kuid ei tea, milliseks see tegelikult kujuneb, st, et nad võtavad investeerides riski ja soovivad saada selle eest tasutud. Riskivaba tulumäära puhul saavad nad olla 100% kindlad, et investeringust väljudes saavad nad eeldatud tasu. Näiteks ostes üheaastase lunastamistähtajaga riiklikke võlakirju intressimääraga 5%, saab investor olla kindel, et ta aasta pärast 5%lise tootluse saab. Seda olukorda nimetatakse riskivabaks tulumääraks, kus investor saab tasutud täpselt investeerimise hetke eelduste kohaselt. (Damodaran 2008: 3)⁵

Riskivaba tulumäära kasutatakse nii oma- kui ka laenukapitali kulukuse määra leidmisel. Omakapitali puhul lisatakse riskivabale tulumäärale riskimäär, mis kirjeldab investeringu riskisust. Mida kõrgem on riskivaba tulumäär *ceteris paribus*, seda kõrgemaks kujuneb diskonteerimismäär ja seda madalamaks nüüdisväärtus diskonteeritud rahavoogudel baseerual hindamismudeli alusel (*Ibid.*: 4). Damodarani kohaselt pole riiklikud võlakirjad riskivabad mitte selle pärast, et riike hästi juhitakse vaid seetõttu, et riigil on võimalus raha juurde trükkida (*Ibid.*:5)⁶.

⁵ Damodaran peab ilmselt silmas vaid tõesti riskivabade suurriikide võlakirju nagu USA, Saksamaa, UK.

⁶ See väide kehtib vaid teatud riikide kohta.

Beetakordaja mõõdab aktsia (ettevõtte) süstemaatilist või tururiski, näidates aktsia (ettevõtte) tundlikkust turumuutustele. Juhul, kui ettevõtte kasutab võõrkapitali ehk finantsvõimendust, tuleb võimendusest tulenev risk lisada süstemaatilisele riskile. (Fernandez 2007: 18) Niisiis eristatakse finantsvõimendusega (*levered*) ja finantsvõimenduseeta (*unlevered*) beetakordajaid, mida tähistatakse järgnevalt:

β_i – omakapitali finantsvõimendusega beetakordaja;

β_A – omakapitali finantsvõimenduseeta beetakordaja.

Omakapitali hinna arvutamisel tuleb vajadusel arvestada ka eelpoolkirjeldatud riskipreemiatega, näiteks likviidsusriski preemiaga, vähemusosaluse preemiaga või väikeettevõtte riskipreemiaga, lisades vajalikud arvud valemisse. Nii võib valemit 13 kujundada vastavalt vajadusele, näiteks viies see kujule:

$$(14) \quad k_e = R_F - \beta(R_M - R_F) + RP_L + RP_M + RP_S,$$

kus RP_L – likviidsusriskipreemia,

RP_M – vähemusosaluse riskipreemia,

RP_S – väikeettevõtte riskipreemia.

On ka neid, kes CAPM mudeli sobivuses kahtlevad. Ramirez *et al.* (2012) on proovinud tõestada, et CAPM ei sobi börsil noteerimata ettevõtete väärtuse hindamiseks, kuna selliste ettevõtete jaoks pole õiget turu beetat (*market beta*) ja ka kogu beeta (*total beta*) pole sobilik, sest puuduvad selged seosed ettevõtete ning turgude tulususe osas. Pereiro (2002: 104), kes on uurinud ettevõtete väärtuse kujunemist arenguriikides väidab, et peale rohkem kui kolme dekaadi CAPM'i empiirilist testimist pole tulemused tõestanud selle efektiivsust, mistõttu jääb CAPM suuresti tõestamatuks isegi arenenud finantsturgudel. Seega jääb alles küsimus õigest diskonteerimismäärast eraettevõtete väärtuse leidmiseks.

Viimane komponent FCFF mudeli baasil ettevõtte väärtuse hindamisel on äritegevuses mitteosaleva kapitali lisamine saadud tulemusele. Üldjuhul tähendab see üleliigse rahavaru, mida pole ettevõttel normaalseks äritegevuseks ja seetõttu oodatavate rahavoo-gude genereerimiseks vaja, lisamist saadud väärtusele. Ülaltoodu kokkuvõtteks avaldub FCFF mudeli valem järgnevalt:

$$(15) \quad V = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1+WACC_t)^t} + \frac{V_T}{(1+WACC_t)^T} + V_{non},$$

- kus V – ettevõtte väärtus,
 $FCFF_t$ – ettevõttele suunatud vabad rahavood perioodil t ,
 $WACC_t$ – kaalutud keskmine kapitali kulukuse määr perioodil t ,
 V_T – jätkuväärtus,
 V_{non} – äritegevuses mitteosaleva vara väärtus.

Eelnevat kokku võttes tuleb FCFF mudeliga väärtust hinnates esmalt määratleda detailne prognoosiperiood ning koostada *pro-forma* aruanded, seejärel arvutada prognoosiperioodi vabad rahavood ja WACC ning prognoosida rahavoogude kasv jätkuperioodil. Järgnevalt arvutada vabad rahavood prognoosiperioodil ja jätkuväärtus, mille diskonteerimisel saadakse teada äritegevuse väärtus. Lõpuks tuleb äritegevuse väärtusele lisada äritegevuses mitteosaleva vara väärtus, mis ühtlasi tähendab ettevõtte, kui terviku, väärtust.

2. AS'I IMPREST TEGEVUSE ANALÜÜS

2.1. Ettevõtte tutvustus

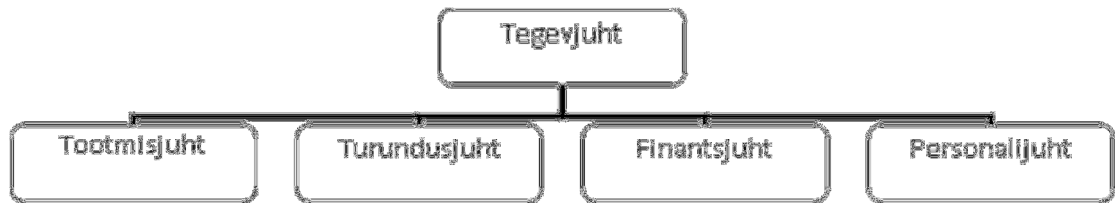
AS Imprest (edaspidi Imprest) on 2000. a loodud Lääne-Virumaal, Ojakülas, asuv tootmisettevõte, mis valmistab okaspuidust süvaimmutatud tooteid. Imprest'i loojaks on AS Lemeks, mille konsolideerimisgrupp moodustab suurima, kodumaisel kapital põhineva, metsa- ja puidutööstuskontserni Eestis. Moodsat freesimistehnoloogiat⁷ kasutades saadakse peeneläbimõõdulisest palgist ühtlane silindrikujuline profiil, mida sõltuvalt lõpp-tootest edasi töödeldakse. Edasise töötlemise käigus valmivad erineva läbimõõduga aia-, istutus- ja väravapostid, latid, peenraäärised, piirded, kiiged, majakesed, jahitornid jms. Enamus valmistoodangust süvaimmutatakse vaakum-surve-vaakum meetodil, pikendamaks puidu looduslikku vastupidavust. Tootmisprotsessi käigus tekkivad jäägid, freeshakke näol, leiavad kasutust puitlaastplaatide ja graanulite toorainena aga ka küttehakkena. Impresti põhiprotsessist annab ülevaate lisa 1 ja tootmiskompleksist lisa 2.

Toormena kasutatakse peamiselt harvendusraietest pärinevat, peeneläbimõõdulist, okaspuitu läbimõõdus 5-13cm ning pikkustes 2,5; 3,0; 3,7 ja 4m. Paberi ja/või küttepuidu hulka kuuluva materjali väärtust tõstetakse kordades, võrreldes traditsiooniliste kasutus-aladega. Imprest'i äriideeks on müüa ja valmistada puidust kestvaid tooteid aeda, maale ning linna. Ettevõtte missiooniks on põhjamaise puidu väärindamine läbi toodete, mis pakuvad kauakestvat ja inimsõbralikku elukeskkonda (Imprest AS kodulehekülg 2013).

2012. aastal töötas Imprest'is keskmiselt 80 inimest, neist 18 teenistujat ja 62 tootmistöölist (Imprest AS presentatsioon 2013). Juhtimisstruktuurina on kasutusel nn funktsionaalne struktuur, mis üldjoontes vastab ettevõtte tänastele vajadustele ja turuolukorrale, eeldades kiiret otsustamist ning agressiivset tegutsemist (vt lisa 3).

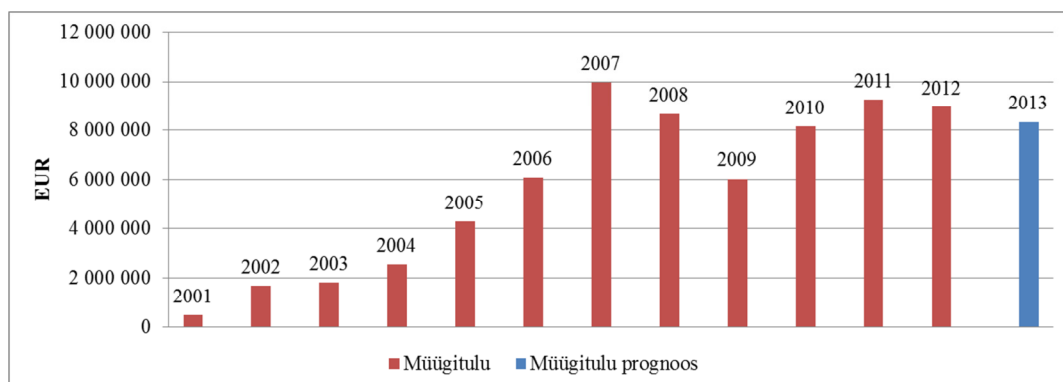
⁷ Sisuliselt on tegemist treimisega.

Funktsionaalne struktuur (vt joonis 5) on kõige loogilisem ja lihtsam struktureerimise viis, mida kasutavad tavaliselt väikesed ettevõtted, kuna selle eelis on spetsialiseeritud ressursside efektiivne kasutamine (Lasher 1999, viidatud Vaik 2008 vahendusel).



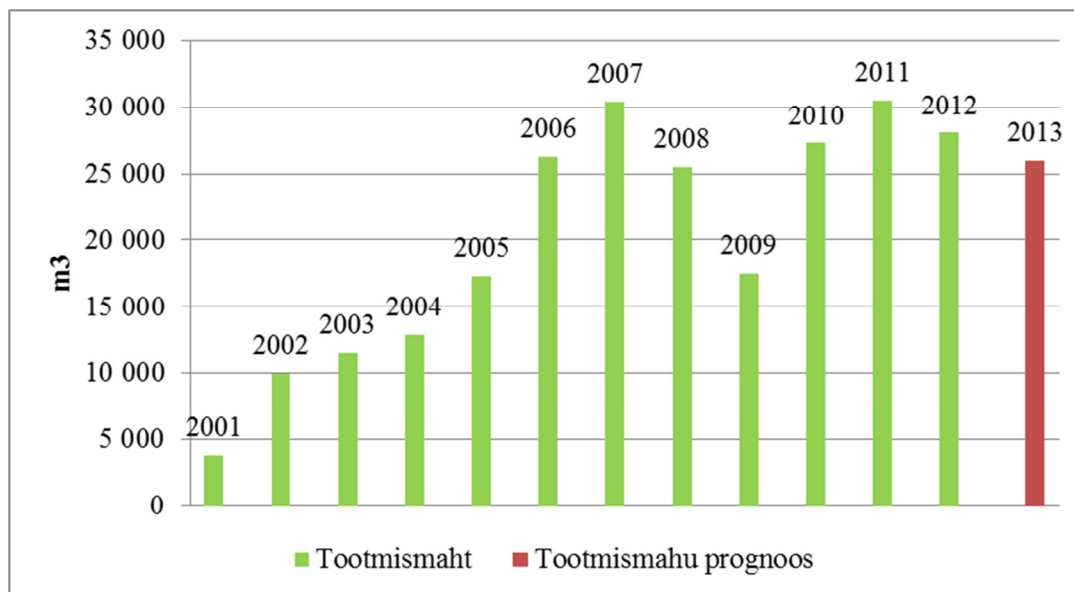
Joonis 5. Funktsionaalne struktuur (autori koostatud Lasher 1999, viidatud Vaik 2008 vahendusel).

Imprest alustas tootmist 2001. a veebruaris ja kuni 2007. aasta lõpuni toimus pidev areng nii müügitulu, tootmismahu kui ka personali arvu osas. Imprest'i müügitulu areng on toodud joonisel 6.



Joonis 6. Käive Imprest'is aastatel 2001-2013 (autori koostatud Imprest AS. Sisearuanded. 2001-2013 baasil).

Analoogselt paljude teiste ettevõtetega, mõjutas ka Imprest'i ülemaailmne finantskriis aastatel 2008-2009, mis tingis olulisi ümberkorraldusi ettevõtte tegevuses. 2010. a alguseks oli Imprest ennast muutunud majandusolukorraga kohandanud ja liikus taas kasvutrendis, kuni 2011. aasta lõpuni. Imprest'i tootmismahude areng on toodud joonisel 7.



Joonis 7. Tootmismahut Imprest'is aastatel 2001-2013 (autori koostatud Imprest AS. Sisearuanded. 2001-2013 baasil).

Imprest ekspordib 95% oma valmistoodangust rohkem kui 20 Euroopa riiki ja on tootmismahult kolme suurima tootja hulgas Euroopas. Müügiimahutudest turgude lõikes annab ülevaate tabel 5.

Tabel 5. Müügiimahu jagunemine Imprest'i sihtturgude lõikes 2012. a, m³

Sihtriik	Kogus tm	Sihtriik	Kogus tm
Inglismaa	7 187	Holland	641
Itaalia	3 273	Taani	565
Saksamaa	3 088	Läti	202
Iirimaa	2 127	Austria	92
Põhja-Iirimaa	1 824	Hungari	91
Eesti	2 362	Portugal	90
Prantsusmaa	1 664	Leedu	87
Norra	1 556	Tšehhi	80
Hispaania	1 042	Rootsi	60
Soome	759	Slovakkia	35
Šveits	738	Jaapan	3
Belgia	676	KOKKU	28 242

Allikas: (Autori koostatud Imprest AS. Sisearuanded. 2012 baasil).

Turud on jaotatud otse- ja agenditurgudeks ning kliendid on segmenteeritud järgnevalt:

- hulgimüüjad,
- jaemüüjad,
- ketistunud jaemüüjad,
- lõpptarbijad.

Otsuse, kas turule sisenetakse otse või agendi kaasabil, määrab turu kaugus, sihtgrupi iseloom ja keelelised ning kultuurilised äripärad. Kokku oli 2012. aastal aktiivseid ärikliente 235, kellest 50% asus fookusturgudel. Fookusturgudeks, kus tehakse müügi edendamiseks enim arendustegevusi ja võideldakse oma konkurentsipositsiooni eest, on Ühendkuningriik (UK) ja Iirimaa, Itaalia, Saksamaa ning Prantsusmaa (vt tabel 6).

Tabel 6. Lähteplatvormi analüüs Imprest'i fookusturgudel 2012. a

Turg	Ostnud kliente	Töös kontakte	Potentsiaalseid kliente
UK+ Iirimaa	66	75	300
Itaalia	21	6	?
Saksamaa	13	8	5
Prantsusmaa	17	0	25

Allikas: (Autori koostatud Imprest'i Imprest AS. Sisearuanded. 2012 baasil).

Imprest'i tooted on jagatud kolme kategooriasse:

- aiatooted (*fencing & landscaping*),
- mänguväljakud (*play sets*),
- aiandustooted (*gardening products*).

Toodete mahulisest jagunemisest annab ülevaate tabel 7.

Tabel 7. Müügiimahud tootegruppide lõikes 2012. a

Tootegrupp	Müüdud tooted, tk	Müüdud maht, m ³
Aiatooted	1 276	23 136
Mänguväljakud	73	4 682
Aiandustooted	72	424
KOKKU	1 421	28 242

Allikas: (Autori koostatud Imprest AS. Sisearuanded. 2012 baasil).

Tabelist 7 nähtub, et aiatoodete maht moodustab *ca* 82%, mänguväljakute maht *ca* 16% ja 2% kogumahust.

2.2. Ärikeskkonna ja konkurentsianalüüs

Ärikeskkonda võib iseloomustada kui asjade, suhete ja tingimuste süsteemi, mis ettevõtet igapäevaselt mõjutab, kuid mida ettevõtja ise otseselt ei saa mõjutada. Keskkonna mõjutamine ettevõtja poolt on pigem kaudne (nt sotsiaalne vastutus, maksude tasumine, heategevus vms). (Ärikeskkond ja PEST analüüs 2012) Ärikeskkond jagatakse kaheks (*Ibid.*):

- 1) Makro- ehk kaugkeskkond – asjade, suhete ja tingimuste süsteem, mis mõjutavad ettevõtet kaudselt ning mida ettevõtte oma igapäevaste äriliste otsuste tegemisel ise mõjutada ei saa (nt majanduslikud tegurid, poliitilised, sotsiaalsed, tehnoloogilised, ökoloogilised).
- 2) Mikro- ehk lähikeskkond – asjade, suhete ja tingimuste süsteem, millest sõltub ettevõtte eesmärkide saavutamine ning majanduslik edukus (nt kliendid, koostööpartnerid, konkurendid, töötajad, hankijad, tooted).

Ärikeskkonna analüüsimisel tuleb nimetada kõik mikro- ja ka makrokeskkonna tegurid, iseloomustada neid ning lisada, kui oluliselt need ettevõtet mõjutavad. Näiteks esmapilgul ebaolulisena tunduv ökoloogiline tegur võib kokkuvõttes ettevõtte tegevust siiski mõjutada läbi ilmastiku või siis keskkonnasäästlikkuse. Makrokeskkonna analüüsis kasutatakse rahvusvahelises äriteooriates tuntud PEST analüüsi (*PEST analysis*), mis aitab välja selgitada makrokeskkonna erinevate teguritega kaasnevaid riske. PEST abil analüüsitakse poliitilisi (*Political*), majanduslike (*Economical*), sotsiaalseid (*Social*) ja tehnoloogilisi (*Technological*) näitajaid. PEST analüüsi soovitatakse teha enne SWOT analüüsi, kuna PEST analüüsis keskendutakse pigem ärikeskkonnale, kuid SWOT analüüsis rohkem äriideele ja/või tootele. (*Ibid.*) Imprest'i PEST analüüsi koostamisse oli kaasatud ettevõtte juhtgrupp (juht ja osakonnajuhatajad) ning analüüs teostati järgides tunnustatud põhimõtteid (vt lisa 4).

Kokkuvõtvalt Imprest'i ohud (vt lisa 4):

- Eestis hakatakse maksustama ettevõtete kasumit selle tekkimisel,
- majanduslangus Euroopas kestab edasi,
- GBP nõrgeneb EURO suhtes.

Kokkuvõtvalt Imprest'i võimalused (vt lisa 4):

- Venemaa kaotab ümarpuidu eksporditollid,
- põllumajandus ja toiduainetööstus jäävad stabiilseks,
- inimesed investeerivad rohkem koduaeda.

Analoogselt PEST analüüsile, on Imprest analüüsinud väliskeskkonda fookusturgude (Suurbritannia, Norra, Iirimaa, Prantsusmaa ja Itaalia) lõikes, kuhu eksporditakse 70% müügitahust (vt lisa 5). SWOT analüüs on strateegiline planeerimisvahend, millega hinnatakse projekti või äriettevõtte tugevaid (*Strengths*) ja nõrku külgi (*Weaknesses*), võimalusi (*Opportunities*) ning ohte (*Threats*). Selle analüüsi raames määratletakse äriettevõtte või projekti eesmärk ja selgitatakse välja seda eesmärki soodustavad ning mittesoodustavad sisemised ja välimised faktorid. Selle meetodi loojaks peetakse Albert Humphreyd, kes tegi Stanfordin Ülikoolis 1960-1970. aastail uuringu, kasutades ajakirja Fortune nimekirjast võetud 500 ettevõtte andmeid. (SWOT analüüs, 2012)

Imprest'i SWOT analüüsi kokkuvõttena vajavad eelkõige parendamist järgmised punktid (vt lisa 6):

- parandada planeerimisprotsessi;
- kaasata assistente rohkem ettevõtte arendustegevusega seotud protsessidesse;
- parandada info liikumist ettevõtte sees, minimeerimaks asukoha probleemi;
- tootmise ja müügiesakonna koostöö parandamiseks leida ühised eesmärgid ning siduda need kompensatsioonisüsteemidega;
- pöörata suuremat tähelepanu tootearendusele, leidmaks parema rentaablu ja toormenomenklatuuriga seotud mahutooteid;
- suurendada tootmise efektiivsust läbi tööprotsesside optimeerimise ja sortimendi valiku, et vähendada sõltuvust defitsiitsest töötajaskonnast;
- võimalusel investeerida täiendavate tootmisvõimsuste rajamiseks Kagu-Eestisse, olemaks lähemal männipuidu ressursile, aktsepteeritava transpordikuluga;

- tõsta immutamise kvaliteeti ja suunata rohkem turundusraha hea kvaliteediga immutatud toodete tutvustamisele kõikidel sihtturgudel;
- jätkuvalt vähendada UK turu osakaalu ja otsida uusi, parema hinnaga sihtturge.

Imprest on analüüsinud oma peamisi konkurente läbi finantsnäitajate, võrreldes nende tulemusi enda omadega. Valikusse on võetud sellised ettevõtted, mis on oma olemuselt Imprest'iga võrreldavad. Eestis asuvad tootjad Belander Grupp OÜ, M&P Puitmeister OÜ ja Kehra Puutööstus OÜ kasutavad sama toormeressurssi ning toodavad samu tooteid. Inglismaal asuvad tootjad AE Evans, M&M Timber, Clifford Jones ja Hunter Wilson on kõik spetsialiseerunud ümarfreesitud puidust toodete tootmisele ning seetõttu Imprest'iga võrreldavad. Imprest'i põhilised konkurendid Poolas – Delta, Sobex, Drewex, Andrewex ja Il Trans ei ole hästi võrreldavad, kuna toodavad lisaks ümarfreesitud puittoodetele ka teisi puittooteid. Suurima Valgevenest pärit konkurendi Profitsystems'i kohta paraku adekvaatsed finantsandmed puuduvad. Konkurentide finantsanalüüs aastate 2010-2011 kohta kajastub lisades 6 ja 7.

Eestis asuvaid konkurente võib kokkuvõtvalt iseloomustada kui väikese mahuga tootjaid, kes olulist riski Imprest'ile müügiturgudel ei kujuta. Seni pole ka erilisi kokkupuuteid olnud, v.a mõningane konkurents Hispaania turul Belander Grupp OÜga. Küll aga põhjustavad kohalikud tootjad konkurentsi toormaterjali turul ja seda eriti Belander Grupp OÜ ning M&P Puitmeister, kes mõlemad asuvad Jõgevamaal, s.o poolel teel Kagu-Eestis paikneva männitoorme ja Imprest'i vahel. Kuna mainitud ettevõtetel on oluline asukohaeelis, peab Imprest maksma soovitava toorme eest *ca* 11% rohkem, kompenseerimaks kallimat veokulu.

Suurbritannias on konkurentsituatsioon oluliselt tõsisem – M&M Timber on fokuseerinud aiandustoodete tootmisele ja kuna ettevõtte asub Wales'i piiril, siis nad kõige suuremat ohtu Imprest'ile ei kujuta. M&M Timber on hinnatasemelt pigem kallis tootja, panustades arvestatavalt tootearendusse ja sortimenti, mis on Imprest'i hinnangul liialt suur, arvestades nende müügitulu. Autori hinnangul finantsiliselt küllaltki nõrk ettevõtte. Hunter Wilson ja Clifford Jones, kes moodustavad ühe grupi, on aga väga tugevad finantsilises mõttes, kuid asudes Shotimaa piiril, jäävad tõsisest konkurentsipiirkonnast kaugemale.

Imprest'i suurimaks konkurendiks UKs on AE Evans, asukohaga Ida-Inglismaal, mis on ka Imprest'i peamine sihtpiirkond. AE Evans toodab aiatooteid ja mänguväljakute komponente, müües hooajal odavalt ning hooajaväliselt väga odavalt. Toodangu kvaliteet on halvem, kuid põllumajanduslike klientide puhul pole see esmatähtis. AE Evans'il on raskusi teatud toodete pakkumisega, mis võimaldab Imprest'il siiski samadele klientidele müüa ja võimaluste tekkides ka teisi tooteid pakkuda.

Finantsanalüüsi kokkuvõttena esitatakse alljärgnevalt väärtusloome seisukohalt olulised aspektid:

- käibe poolest kuulub Imprest kolme suurema tootja hulka Euroopas, kuid käibe kasv oli perioodil 2010-2011 Imprest'il suurim;
- varade tootlikkuse poolest on Imprest suuremate tegijate hulgas 1(2). kohal;
- varude käibekordaja poolest jääb Imprest paraku konkurentidele alla – just koduturul asuvad konkurendid suudavad oluliselt efektiivsemalt varusid juhtida, mis on ka loogiline lühema tarneahela tõttu,
- kasumlikkuse⁸ poolest oli Imprest konkurentsilt parim 2010. a, kuid jäi suurematele konkurentidele alla 2011. a arvestuses.

Kokkuvõttes võib öelda, et Imprest'i konkurentsipositsioon on tugev, mis loob kindluse, et ka tulevikus suudetakse oma turupositsiooni hoida ja loodetavasti ka kasvatada.

2.3. Arengustrateegia tutvustus

Strateegia on organisatsioonides tihtilugu kasutatav, populaarne väljend ja definitsioone selle tõlgendamiseks on mitmeid. Mintzberg *et al.* (1998) järgi võib eristada vähemalt viit erinevat käsitlust:

- strateegia kui plaan,
- strateegia kui käitumismuster,
- strateegia kui positsioon,
- strateegia kui perspektiiv,
- strateegia kui pettemanööver.

⁸ Peetakse silmas nii puhaskasumit kui ka intresside ja kulumieelset kasumit.

Kui kelleltki küsida strateegia definitsiooni, on vastuseks tõenäoliselt plaan või midagi sarnast – suund, juhised või tulevikus planeeritud tegevused, tee jõudmaks siit sinna – strateegiat võib käsitleda kui ettepoole vaatamist. Ka Imprest käsitleb strateegiat kui plaani, kuidas oma pikaajalised eesmärgid saavutada. Imprest on välja töötanud kaks võimalikku arenguteed, mida rakendatakse sõltuvalt turusituatsioonist (Imprest AS. Ettevõtte strateegia ... 2012):

- Visioon 1 – olemasoleva tootmismahu juures lisandväärtuse kasvatamine vee-
randi võrra. Jäädakse praeguse tootmisvõimsuse juurde ja keskendutakse efek-
tiivsuse kasvatamisele.
- Visioon 2 – müügi käibe kahekordistamine viie aastaga. Investeeritakse tootmis-
mahtude suurendamisse ja käivitatakse uus tehas Kagu-Eestis, olemaks lähemal
hetkel arengut piiravale männipuidu ressursile.

Visiooni koostamise aluseks on omanikepoolsed tulemuskriteeriumid (Külvik 2013):

- varade tootlikkus > 10%,
- omakapitali osakaal varadest > 50%,
- aastane käibe kasv > 10%.

Imprest'i läbiv tööpõhimõte on "*plans are nothing, planning is everything*", st, et turuolukordade muutudes hinnatakse ja muudetakse tegutsemispõhimõtteid võimalikult kiiresti. Eesmärgid seatakse kõrged, prognoosid koostatakse realistlikud ja tulemus proovitakse saada nende kahe vahele, võimalikult lähedale eesmärgile. Lähtuvalt visioo-
nist ja tegelikust turuolukorrast, koostatakse igaks eelarveaastaks strateegilised eesmär-
gid ning tegevusplaan. Peaesmärk baseerub võtmevaldkondade arendamisel, mis oma-
korda baseeruvad tegevuskavadel, mis omakorda baseeruvad eeldustel/tingimustel.
2013. a peaesmärgiks on teenida 10 mln euro müügitulu juures 1 mln eurot kasumit,
kasvatades tootmismahut 32 500 tihumeetrini. Eesmärgi täitmine tähendab ca 15%
varade tootlikkust ja tõstab omakapitali osakaalu ca 65%-ni varade mahust. 2013. a
prognoos on teenida 8,4 mln euro müügitulu juures 500 tuhat eurot kasumit, hoides
tootmismahut 27 000 t m juures. Prognoosi täitumine tähendab ca 11% varade tootlikkust
ja tõstab omakapitali osakaalu ca 60%-ni varade mahust (Imprest AS. Ettevõtte eelarve
aastaks 2013, 2013).

Käesoleva magistritöötöö maht ei võimalda täpsemalt kirjeldada strateegiat toote-gruppide, turgude, kliendisegmentide lõikes ja nende aluseks olevaid analüüse. Viimased on aga osaks kirjeldatud visioonist ja seetõttu ka sisendiks planeeritavale müügi-käibe ja rahavoogudele. Täpsem ülevaade prognoositavatest finantsandmetest seostatuna mõlema visiooni ja 2013. a finantseesmärkidega kajastub väärtuse hindamise peatükis.

2.3. Eelmiste perioodide finantsanalüüs (2004-2012)

Imprest'i eelmiste perioodide finantsanalüüs baseerub perioodil 2004-2012 ja on koostatud selliselt, et tekiks sisend väärtuse hindamiseks. Teisisõnu, analüüsist selguvad olulised andmed ja suhtarvud väärtuse hindamise mudeli jaoks. Oluline on siinkohal märkida, et analüüsist on välja jäetud ettevõtte algusaastad 2001-2003, mil ettevõtte areng oli alustavale ettevõttele omaselt väga kiire ja seetõttu ka kasvunäitajad äärmiselt kõrged – näiteks kasvas Imprest'i müügitulu 2002. aastal 262% (Imprest AS. Majandusaasta aruanded. 2001-2002). Teine oluline aspekt on see, et analüüsitava perioodi sisse jääb ülemaailmne finants- ja võlakriis, mis mõjutas tugevasti ka Imprest'i tegevust ja tulemusi aastatel 2008-2009. Analüüsitava periood on seetõttu jagatud kolme ossa:

- 2004-2007 – kriisieelsed aastad,
- 2008-2009 – kriisiaastad,
- 2010-2012 – kriisijärgsed aastad.

Imprest'i eelmiste perioodide majandustulemustest annab ülevaate tabelis 8 kajastuv ettevõtte kasumiaruanne aastate 2004-2012 kohta, mis on koostatud skeem nr 2 alusel. Tavapärasele kasumiaruandele on autor siia lisanud edasises kontekstis olulised mõõdikud: EBIT⁹, EBIDTA¹⁰, tööjõukulud, kulum ja müügimaht (m^3).

⁹ EBIT (*earnings before interests & taxes*) – intresside ja maksude eelne kasum on sisuliselt sama NOPLAT'iga, mis on vajalik investeeritud kapitali tulususe hindamiseks.

¹⁰ EBIDTA (*earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*) – intresside, maksude ja kulumi eelne kasum.

Tabel 8. AS Imprest kasumiaruanne aastatel 2004-2012, eurodes

Kasumiaruanne	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Müügitulu	2 560 006	4 292 624	6 086 139	9 976 973	8 682 890	6 038 289	8 152 786	9 267 237	8 965 018
- müüdnud toodangu kulu	-1 831 246	-2 725 096	-3 933 989	-6 683 441	-6 334 153	-4 210 281	-5 078 580	-6 022 772	-5 378 916
Brutokasum (-kahjum)	728 760	1 567 528	2 152 150	3 293 532	2 348 737	1 828 007	3 074 206	3 244 465	3 586 101
- turustuskulud	-379 257	-877 792	-1 248 822	-1 693 302	-1 508 318	-1 395 153	-2 080 730	-2 292 802	-2 082 473
- üldhalduskulud	-181 044	-279 023	-396 443	-602 116	-782 682	-486 041	-446 248	-472 527	-528 248
+ muud äritulud	20 347	40 410	61 566	178 174	94 978	57 784	117 143	63 257	75 848
- muud ärikulud	-21 569	-40 040	-58 497	-176 946	-133 015	-13 450	-30 166	-21 259	-51 180
Ärikasum (-kahjum)	167 238	411 083	509 954	999 341	19 699	-8 852	634 205	521 134	1 000 047
Finantstulud ja -kulud									
- intressikulud	-36 499	-69 945	-141 211	-206 033	-312 382	-245 841	-180 893	-169 748	-136 684
+ kasum (-kahjum) valuutakursi muutustest	0	0	0	0	-11 706	-9 191	-2 379	-859	-2 120
+ muud finantstulud ja (-kulud)	168	2 428	1 155	816	957	117	-27	3 300	21 323
Kokku finantstulud ja (-kulud)	-36 331	-67 517	-140 056	-205 216	-323 130	-254 915	-183 299	-167 307	-117 481
Kasum (-kahjum) enne maksustamist	130 907	343 566	369 898	794 124	-303 431	-263 767	450 906	353 827	882 567
- tulumaks	0	0	-10 500	-18 026	-21 236	0	0	-11 962	-26 582
Aruandeaasta puhaskasum (-kahjum)	130 907	343 566	359 398	776 098	-324 667	-263 767	450 906	341 865	855 985
EBIT (NOPLAT)	167 406	413 511	511 109	1 000 157	8 951	-17 925	631 799	523 575	1 019 251
EBITDA	309 154	581 827	833 172	1 446 512	465 065	382 683	992 827	885 822	1 388 541
Tööjõukulud	-244 517	-470 000	-785 824	-1 166 346	-1 300 636	-841 148	-904 974	-1 075 780	-1 158 635
Kulum	-141 748	-168 315	-322 064	-446 355	-456 114	-400 609	-361 028	-362 246	-369 290
Töötajate arv	23	59	88	110	97	64	71	81	81
Müügimaht (m³)	14 058	17 292	24 031	28 987	24 614	22 372	30 073	31 451	28 205

Allikas: (Autori koostatud Imprest AS. Majandusaasta aruanded. 2004-2012 baasil).

Tabelist 8 on näha ettevõtte müügitulu kasv üheksa aastaga 3,5 korda. Suurim müügitulu teeniti 2007. aastal, kuid aastatel 2008-2009 vähenes müügitulu drastiliselt ja nendel aastatel oli ettevõtte ka kahjumis – 2008. a puhaskasumi ning 2009. a nii puhaskui ka ärikasumi tasemel. Siiski on ettevõtte EBITDA olnud alati positiivne. Alates 2010. a, on ettevõtte jälle kasvama hakanud ja 2012. a kujunes analüüsiperioodi kasumlikumaks. Imprest'i tegevuse kasumlikkusest annab ülevaate tabel 9, mis kajastab olulisi rentaablussuhtarve¹¹. Dividende on makstud viiel aastal ja enamus teenitud kasumist on reinvesteeringut.

Üheksa aasta brutokasumi aritmeetiline keskmine rentaablus on 33,7%, ärikasumi rentaablus 6,6%, puhaskasumi rentaablus 4,2%, EBIT rentaablus 6,6% ja EBITDA rentaablus 11,4%. Oluline erinevus tekib, kui vaadelda eraldi kriisile eelnevaid, kriisi- ja kriisile järgnevaid aastaid – näiteks on brutokasumi rentaablus 2004-2007 olnud 33,3%, 2008-2009 28,7% ning 2010-2012 37,6%. Nähtub, et brutokasum on kasvanud kriisijärgsetel aastatel 4,3 protsendipunkti, võrreldes kriisieelsete aastatega, samas, kui puhaskasum on 0,4 protsendipunkti vähenenud. Järelikult on toimunud olulisi muutusi brutokasumi ja puhaskasumi vahele jäävates kuluridades, mis pole ettevõttel lubanud puhaskasumit kasvatada. Analoogselt puhaskasumiga pole ka teised rentaablusnäitajad viimastel aastatel küündinud kriisieelsete aastate tasemeteni.

Keskmiseks lisandväärtuseks (vt tabel 9) on üheksa-aastase perioodi vältel olnud €1 692 164 aastas, sh keskmiseks lisandväärtuseks inimese kohta €22 646 aastas. 2011. aastal ei õnnestunud visioonijärgset lisandväärtuse kriteeriumi täita ja lisandväärtus langes. 2012. a seevastu kasvatati lisandväärtust 33% absoluutväärtuses ja 16% töötaja kohta, võrrelduna 2010. aasta tasemega.

¹¹ Siin ja edaspidi kasutatavad suhtarvud baseeruvad Statistikaameti suhtarvude metoodikal (2011/2012, viidatud Lääts (2011/2012: 46-50) vahendusel).

Tabel 9. AS Imprest rentaablusnäitajad ja lisandväärtus perioodil 2004-2012

Tasuvusmäärad	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Keskm.
Müügitulu brutorentaablus, %	28,5	36,5	35,4	33,0	27,1	30,3	37,7	35,0	40,0	33,7
Müügitulu ärentaablus, %	6,5	9,6	8,4	10,0	0,2	-0,1	7,8	5,6	11,2	6,6
Müügitulu maksude eelne rentaablus, %	5,1	8,0	6,1	8,0	-3,5	-4,4	5,5	3,8	9,8	4,3
Müügitulu puhasrentaablus, %	5,1	8,0	5,9	7,8	-3,7	-4,4	5,5	3,7	9,5	4,2
EBIT rentaablus, %	6,5	9,6	8,4	10,0	0,1	-0,3	7,7	5,6	11,4	6,6
EBITDA rentaablus, %	12,1	13,6	13,7	14,5	5,4	6,3	12,2	9,6	15,5	11,4
Lisandväärtus, eur	553 503	1 049 398	1 617 842	2 612 041	1 776 449	1 232 905	1 900 207	1 959 160	2 527 973	1 692 164
Lisandväärtus töötaja kohta, eur	24 065	17 786	18 385	23 746	18 314	19 164	26 953	24 187	31 210	22 646
Tootlikkus (käive/töötaja), eur	111 305	72 756	69 161	90 700	89 514	93 859	115 642	114 410	110 679	96 447
Ühikuhind (käive/müügimaht), eur	182	248	253	344	353	270	271	295	318	282

Allikas: (Autori koostatud Imprest AS. Majandusaasta aruanded. 2004-2012 baasil).

Viimase aspektina tabel 9 puhul tasub tähelepanu pöörata tootlikkuse¹² muutustele – ainus tegevusmõõdik, mis kriisiaastatel drastiliselt ei vähenenud. Keskmiselt on käive töötaja kohta olnud 96 447 eurot aastas. Kriisile eelnenud aastatel oli see keskmiselt 85 890 eurot, kriisiaastatel 91 687 eurot ja kriisi järgselt 113 577 eurot töötaja kohta. Viimane muutus on samuti kooskõlas Imprest'i visioon 1ga ja näitab, et ettevõtte on suutnud oma tegevust efektiivsemaks muuta ning konkurentsipositsiooni parandada.

Tabel 10 annab ülevaate ajaloolistest tulu ja kulumääradest, millest väärtuse hindamise kontekstis olulisim näitaja on müügitulude kasv. Imprest'i müügitulud on viimasel kaheksal aastal kasvanud keskmiselt ca 800 000 eurot, s.o 22% aastas. Tõsi, ka siin kohal tuleb tähelepanu pöörata kriisieelsetele, -aegsetele ja -järgsetele aastatele, kuna muutused on olnud suured. Müüdud toodete kulumäärast kirjutati eelnevalt juba brutokasumi kontekstis ja tabelist 10 nähtuvad ka põhjused – nimelt on toimunud suured muutused ettevõtte turustuskuludes, mis on keskmisena olnud 20,7%, kuid on kriisi järgselt 6,3 protsendipunkti suuremad kui kriisieelselt, selgitades, miks brutokasumi 4,3 protsendipunktiline suurenemine pole positiivselt mõjunud äri- ja puhaskasumile.

Üldhalduskulude kulumäär on ettevõtte suutnud langetada ja viimasel kolmel aastal on see olnud stabiilselt vahemikus 5-6%, vähenedes kriisieelsete aastatega võrreldes 1 protsendipunkti ehk 15% võrra – ka see mõõdik on konkurentsi mõttes äärmiselt oluline. Visioon 1 aspektist on praegune trend õige, juhul kui ettevõtte ei leia võimalusi müügitulude suurendamiseks. Samas võib see omakorda mõjutada visioon 2 mitte realiseerumist, kuna liiga väikese struktuuriga ei suudeta hoida konkurentsipositsiooni tänases keerulises turuolukorras.

Finantstulude-kulude määr on samuti kriisijärgselt langenud ja eriti suur muutus on toimunud 2012. aastal, mis viitab võimalusele, et ettevõtte on oma laene restruktureerinud või tagasi maksnud. Vastuse nendele küsimustele saab analüüsides bilansis toimunud muutusi.

¹² Tootlikkuse all mõeldakse käivet töötaja kohta.

Tabel 10. AS Imprest tulu- ja kulumäärad perioodil 2004-2012

Tulu ja kulumäärad	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Keskm.
Müügitulu kasv, euro		1 732 618	1 793 515	3 890 834	-1 294 082	-2 644 602	2 114 497	1 114 451	-302 219	800 626
Müügitulu kasvumäär, %		67,7	41,8	63,9	-13,0	-30,5	35,0	13,7	-3,3	21,9
Müüdud toodangu kulumäär, %	71,5	63,5	64,6	67,0	72,9	69,7	62,3	65,0	60,0	66,3
Turustuskulude kulumäär, %	14,8	20,4	20,5	17,0	17,4	23,1	25,5	24,7	23,2	20,7
Üldhalduskulude kulumäär, %	7,1	6,5	6,5	6,0	9,0	8,0	5,5	5,1	5,9	6,6
Muude äritulude tulumäär, %	0,8	0,9	1,0	1,8	1,1	1,0	1,4	0,7	0,8	1,1
Muude ärikulude kulumäär, %	0,8	0,9	1,0	1,8	1,5	0,2	0,4	0,2	0,6	0,8
Intressikulude kulumäär, %	1,4	1,6	2,3	2,1	3,6	4,1	2,2	1,8	1,5	2,3
Valuutak. muut. kulumäär, %	0,00	0,00	0,00	0,00	0,13	0,15	0,03	0,01	0,02	0,04
Muud finantstulud/kulud kulumäär, %	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0
Kokku finantstulud ja -kulud kulumäär, %	1,4	1,6	2,3	2,1	3,7	4,2	2,2	1,8	1,3	2,3

Allikas: (Autori koostatud Imprest AS. Majandusaasta aruanded. 2004-2012 baasil).

Eelmiste perioodide varadest ja kohustustest annab ülevaate ettevõtte bilanss aastate 2004-2012 kohta (vt tabel 11). Tabelis 12 on kajastatud olulisimad bilansilised muutused. Väärtuse hindamise kontekstis on oluline prognoosida raamatupidamisaruanded võimalikult täpselt, seetõttu on autor välja arvutanud olulised suhtarvud ja suurema täpsuse huvides on enamus arvnäitajaid näidatud aasta keskmisena, mistõttu puuduvad mitmed andmed 2004. aasta kohta. Nagu näha, kasvas Imprest'i bilansimaht kiiresti kuni 2007. a lõpuni, perioodil 2008-2009 bilansimaht vähenes ja on viimasel kolmel aastal olnud küllaltki stabiilne. Tänapäevaks on toimunud tegevuse seisukohalt olulised muutused järgnevate ridade osas (2012. a lõpp vs 2007. a lõpp):

- varude maht on vähenenud 34%, moodustades 2012. a lõpul 22,5% müügituludest;
- käibevarade maht on vähenenud 26%;
- materiaalne põhivara soetusmaksumuses on jäänud küllaltki muutumatuks, suurenedes ainult 7% (madal investeeringute tase);
- põhivara kokku on vähenenud 42%, moodustades 2012. a lõpul 36,7% varadest;
- keskmine kulumimäär perioodil 2010-2012 oli 8,7%;
- varad kokku on vähenenud 33%, moodustades 51,1% käibest ja nende käibevälde on 186 päeva;
- lühiajalised kohustused on langenud 75%, sh laenukohustused -81%;
- pikaajalised kohustused on langenud 33%;
- jaotamata kasumi jääk on suurenenud 79%;
- omakapital on suurenenud 45% ja moodustades 2012. a lõpul 50,2% varadest;
- kapitali maht on vähenenud 13%, moodustades 2012. a lõpu seisuga 88% varadest;
- netodividende on üheksa aasta jooksul makstud kokku 323 954 eurot.

Nende muutuste baasil võib järeldada, et ettevõtte on kas teadlikult või olude sunnil muutunud oma tegevuses konservatiivsemaks, vähendades varusid ja kasutades teenitud kasumit võlakohustuste vähendamiseks, piirates seejuures investeeringuid. Tundub, et eelkõige on keskendutud visioon 1 täitmisele, mis kasumiaruande analüüsi baasil on ka õnnestunud.

Tabel 11. AS Imprest bilanss perioodil 2004-2012, eurodes

Bilanss	31.12.2004	31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012
Raha	26 670	55 204	41 302	63 528	10 949	3 362	3 571	28 246	105 956
Nõuded ja ettemaksed	376 742	689 721	901 543	870 744	416 085	422 323	513 305	710 851	758 901
Varud	334 213	1 146 502	1 550 899	3 063 522	3 021 523	2 204 590	1 866 766	2 089 575	2 017 033
Müügiotel põhivara	0	0	0	0	114 838	114 838	114 838	101 838	65 079
Käibevara kokku	737 624	1 891 426	2 493 744	3 997 795	3 563 395	2 745 113	2 498 481	2 930 510	2 946 969
Materiaalne põhivara soetusmaksumuses	1 035 976	1 829 256	3 148 235	4 013 239	4 061 260	4 033 637	4 069 020	4 178 140	4 305 725
Akumuleeritud põhivara kulum (miinus)	-391 893	-556 640	-874 258	-1 264 923	-1 708 089	-2 057 918	-2 231 020	-2 545 258	-2 788 977
Immateriaalne põhivara	0	0	10 834	81 897	185 108	176 456	156 205	137 126	116 701
Põhivara kokku	644 083	1 272 616	2 284 812	2 830 213	2 538 279	2 152 174	1 994 206	1 770 008	1 633 449
AKTIVA KOKKU	1 381 708	3 164 042	4 778 556	6 828 007	6 101 674	4 897 288	4 492 687	4 700 518	4 580 418
Laenukohustused	336 963	1 022 788	2 100 393	2 354 673	2 538 284	2 171 483	1 658 067	1 713 624	448 441
Võlad ja ettemaksed	222 355	803 043	1 089 182	1 105 243	967 890	779 246	604 142	695 897	421 031
Lühiajalised kohustused kokku	559 318	1 825 831	3 189 576	3 459 916	3 506 174	2 950 729	2 262 209	2 409 521	869 472
Pikaajalised laenukohustused	332 075	504 330	430 853	1 497 777	1 129 743	744 568	577 582	341 236	1 005 200
Muud pikaajalised kohustused/võlad									
Pikajalised kohustused kokku	332 075	504 330	430 853	1 497 777	1 129 743	744 568	577 582	341 236	1 005 200
Aktsiakapital nimiväärtused	127 824	127 824	127 824	127 824	127 824	127 824	127 824	127 824	127 824
Kohustuslik reservkapital	12 782	12 782	12 782	12 782	12 782	12 782	12 782	12 782	12 782
Eelmiste perioodide jaotamata kasum	218 802	349 709	658 124	953 610	1 649 819	1 325 152	1 061 384	1 467 290	1 709 155
Aruandeaasta kasum (kahjum)	130 907	343 566	359 398	776 098	-324 667	-263 767	450 906	341 865	855 985
Omakapital kokku	490 315	833 881	1 158 128	1 870 314	1 465 758	1 201 991	1 652 896	1 949 761	2 705 746
PASSIVA KOKKU	1 381 708	3 164 042	4 778 556	6 828 008	6 101 674	4 897 288	4 492 687	4 700 518	4 580 418
<i>kontroll</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>

Allikas: (Autori koostatud Imprest AS. Majandusaasta aruanded. 2004-2012 baasil).

Tabel 12. Muutused ja olulised suhtarvud AS Imprest bilansis perioodil 2004-2012

Muutused bilansis	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Aastalõpu rahavaru määr, %		0,6	0,9	0,4	0,7	0,2	0,0	0,0	0,3
Nõuded ja ettemaksed keskmiselt		533 231	795 632	886 144	643 414	419 204	467 814	612 078	734 876
Nõuded ja ettemakse muutus		312 979	211 823	-30 799	-454 660	6 238	90 982	197 546	48 050
Nõuded ja ettemaksed määr, %	14,7	16,1	14,8	8,7	4,8	7,0	6,3	7,7	8,5
Varud keskmiselt		740 357	1 348 700	2 307 211	3 099 942	2 727 895	2 150 516	2 086 509	2 136 763
Varude aastalõpu muutus		812 289	404 397	1 512 623	-41 999	-816 933	-337 824	222 809	-72 542
Varude määr, %	13,1	26,7	25,5	30,7	34,8	36,5	22,9	22,5	22,5
Käibevara muutus		1 153 801	602 318	1 504 051	-434 400	-818 281	-246 632	432 029	16 459
Põhivara keskmiselt soetusmaksumuses		1 432 616	2 488 746	3 580 737	4 037 250	4 047 449	4 051 329	4 123 580	4 241 933
Põhivara muutus		793 280	1 318 979	865 004	48 022	-27 624	35 384	109 120	127 585
Põhivara keskmiselt jääkväärtuses		958 350	1 778 714	2 557 512	2 684 246	2 345 227	2 073 190	1 882 107	1 701 729
Põhivara varadest jääkväärtuses, %		42,2	44,8	44,1	41,5	42,6	44,2	40,9	36,7
Amortisatsioon (kasumiaruandest)	141 748	168 315	322 064	446 355	456 114	400 609	361 028	362 246	369 290
Keskmine amortisatsioonimäär, %		11,7	12,9	12,5	11,3	9,9	8,9	8,8	8,7
Varad keskmiselt		2 272 875	3 971 299	5 803 282	6 464 841	5 499 481	4 694 987	4 596 602	4 640 468
Varade muutus		1 782 334	1 614 514	2 049 452	-726 334	-1 204 386	-404 601	207 831	-120 100
Varade määr, %	54,0	73,7	78,5	68,4	70,3	81,1	55,1	50,7	51,1
Varade keskmine käibevälde		191	235	209	268	328	207	179	186
Võlakohustused keskmiselt		679 875	1 561 591	2 227 533	2 446 478	2 354 883	1 914 775	1 685 846	1 081 033
Võlakohustuste muutus		685 825	1 077 605	254 279	183 611	-366 801	-513 416	55 557	-1 265 183
Võlakohustused varadest, %		29,9	39,3	38,4	37,8	42,8	40,8	36,7	23,3
Võlad ja ettemaksed keskmiselt		512 699	946 113	1 097 213	1 036 567	873 568	691 694	650 019	558 464

Tabel 12 järg

Muutused bilansis	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Võlad ja ettemakse muutus		580 689	286 139	16 061	-137 353	-188 644	-175 104	91 755	-274 866
Lühiajaliste kohustuste muutus		1 266 514	1 363 744	270 340	46 258	-555 445	-688 520	147 312	-1 540 049
Pikaajalised kohustused keskmiselt		418 202	467 591	964 315	1 313 760	937 155	661 075	459 409	673 218
Pikaajaliste kohustuste muutus		172 255	-73 477	1 066 925	-368 035	-385 175	-166 986	-236 346	663 964
Pikaajaliste kohustused varadest, %		18,4	11,8	16,6	20,3	17,0	14,1	10,0	14,5
Võla ja pikaajalised kohustused keskmiselt		1 098 078	2 029 182	3 191 848	3 760 238	3 292 039	2 575 850	2 145 255	1 754 251
Võla ja pikaajalised kohustused muutus		1 098 078	931 104	1 162 666	568 390	-468 200	-716 189	-430 595	-391 004
Võlad ja pikaajalised kohustused varadest, %		48,3	51,1	55,0	58,2	59,9	54,9	46,7	37,8
Omakapital keskmiselt		662 098	996 005	1 514 221	1 668 036	1 333 874	1 427 444	1 801 329	2 327 754
Omakapitali muutus		343 566	324 247	712 187	-404 557	-263 767	450 905	296 865	755 985
Omakapital varadest, %		29,1	25,1	26,1	25,8	24,3	30,4	39,2	50,2
Kapital keskmiselt		1 760 176	3 025 186	4 706 069	5 428 274	4 625 913	4 003 294	3 946 583	4 082 004
Kapitali muutus		1 760 176	1 265 010	1 680 883	722 205	-802 361	-622 619	-56 710	135 421
Kapital varadest, %		77,4	76,2	81,1	84,0	84,1	85,3	85,9	88,0
Makstud dividendid		0	35 151	63 912	79 890	0	1	45 000	100 000

Allikas: (Autori koostatud Imprest AS. Majandusaasta aruanded. 2004-2012 baasil).

Väärtusloome mõttes on olulisel kohal kapitali tulususe mõõdikud, eriti investeeritud kapitali tulusus $ROIC$ ¹³. Copeland *et al.* (1996: 171-172) on selle mõõdiku avanud järgnevalt:

$$(17) \quad ROIC = \frac{NOPLAT}{IC},$$

kus $ROIC$ – investeeritud kapitali tulusus,
 $NOPLAT$ – maksudega kohandatud ärikasum,
 IC – investeeritud kapital.

$NOPLAT$ ’i võib samastada $EBIT$ ’iga ja valemi 17 võib avaldada:

$$(18) \quad ROIC = \frac{EBIT}{IC},$$

kus $EBIT$ – intresside ja maksude eelne kasum.

Kui siduda $EBIT$ investeeritud kapitali tuludega saadakse valem 19 (*Ibid.*):

$$(19) \quad \frac{EBIT}{IC} = \frac{EBIT}{R} \cdot \frac{R}{IC},$$

kus, R – müügitulu (*revenues*).

Sellest seosest saab järeldada, et:

- ärikasumi marginaal ($EBIT/R$) mõõdab, kui efektiivselt muudab ettevõtte müügitulud kasumiks (vt tabel 8);
- kapitali käibesagedus (R/IC) mõõdab, kui efektiivselt ettevõtte kasutab investeeritud kapitali (vt lisa 7).

Imprest’i kapitali tulususe mõõdikud on kajastatud tabelis 13.

¹³ $ROIC$ (*return on invested capital*).

Tabel 13. Kapitali tulusus ja lisandväärtuse loomine AS'is Imprest perioodil 2005-2012

Tasuvus	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Keskm.
Omakapitali puhasrentaablus ROE, %	51,9	36,1	51,3	-19,5	-19,8	31,6	19,0	36,8	23,4
Vara puhasrentaablus ROA, %	15,1	9,0	13,4	-5,0	-4,8	9,6	7,4	18,4	7,9
Investeeritud kapitali tulusus ROIC, %	23,5	16,9	21,3	0,2	-0,4	15,8	13,3	25,0	14,43
Kaalutud keskmine kapitali kulukuse määr WACC, %	11,5	11,3	10,8	11,9	11,1	11,6	13,4	14,8	12,05
ROIC-WACC, %	12,0	5,6	10,4	-11,7	-11,5	4,1	-0,2	10,2	2,38
Majanduslik lisaväärtus EVA, eur	211 146	160 197	473 254	-658 274	-530 541	165 417	-18 401	390 434	24 154,07

Allikas: (Autori koostatud Imprest AS. Majandusaasta aruanded. 2005-2012 baasil).

Imprest'i omanike jaoks olulise tähtsusega mõõdik, vara puhasrentaablus ROA, on olnud keskmisena 7,9%, sh enne kriisi 12,5% ja peale kriisi 11,8%. Keskmisena pole omanike ootused >10% ROA osas täidetud. Kui kriisiaastad välja arvata, siis on suudetud varade puhasrentaablus hoida nõutud piirist kõrgemal.

Selleks, et hinnata, kas ettevõtte väärtus on suurenenud, tuleb võrrelda ROIC'i kaalutud keskmise kapitali kulukuse määra WACC'ga. WACC leidmiseks on tabelis 13, vastavalt Imprest'i omanike soovile, kasutatud 20% omakapitali hinda (Külvik 2013), mis oli perioodil 2005-2012 keskmine (12%). ROIC on aga samal perioodil olnud 14,4%, ületades WACC'i 2,4 protsendipunkti ehk 20%. Selle baasilt saab kinnitada, et viimasel kaheksal aastal on Imprest'i väärtus suurenenud.

Teine oluline mõõdik väärtuse loomise seisukohalt on majandliku lisandväärtuse näitaja EVA. Tabelis 13 kajastatud EVA on leitud lihtsustatud kujul valemi 20 abil:

$$(20) \quad EVA = ROS - E \cdot 20\%,$$

kus ROS^{14} – puhaskasum,
 E – omakapital.

Niisiis on puhaskasumist maha arvatud omakapitali maksumus vastavalt Imprest'i omanike poolt kirjeldatud määrale ja saadud tulemused näitavad, et viimasel kaheksal aastal on majanduslikku lisandväärtust loodud keskmiselt 24 154 eurot aastas, kokku 193 233 eurot. Imprest'i aktiivsuse, likviidsuse, dividendide ja juurdekasvuga seonduvate suhtarvude analüüs on toodud lisas 7, kuna kõik need väärtused pole hindamisega otseselt seotud ja on pigem mõeldud laiema vaate saamiseks ning vajadusel kontrollfunktsioonina kasutamiseks.

Eelmiste perioodide finantsanalüüsi kokkuvõttena võib öelda, et ettevõtte on kasvanud keskmiselt 22% aastas. Viimastel aastatel, mil ettevõtte finantsseisund on püsinud stabiilne, on kasv olnud 15% aastas. Investeeritud kapitali tulusus on viimasel kaheksal aastal olnud 14,4%. Kriisile eelnenud perioodil 2005-2007, oli see 20,5% ja kriisile järgnenud perioodil 2010-2012 – 18%. Kaalutud keskmist kapitali kulukuse määra, mis

¹⁴ ROS (*return on sales*) – müügitulu puhaskasum.

on olnud 12%, on ületatud 20% võrra, st ettevõtte on suutnud oma väärtust kasvatada, mida tõendab ka positiivne majanduslik lisandväärtus EVA.

Väärtuse kasvatamise seisukohalt on olulise tähtsusega vältida edaspidi analoogseid taandarenguid, nagu juhtus 2008-2009. Samuti on oluline tähelepanu pöörata viimaste aastate madalale investeeringute tasemele, mis võib pärssida ettevõtte võimalusi tulevikus müügitulusid kasvatada, juhul kui senised investeeringud ei sisalda reserve mah-tude kasvuks.

3. AS'I IMPREST VÄÄRTUSE HINDAMINE

Väärtuse hindamise aluseks DCF mudeli baasil on ettevõttele suunatud vabad rahavood, mille aluseks omakorda on ettevõtte müügitulu. Väärtusloome kontekstis on üheks olulisimaks teguriks müügitulude ja nendega kaasnevate vabade rahavoogude kasv. Müügitulu kasvu võimalikult täpseks prognoosimiseks on vaja hinnata ettevõtet ümbritsevat makrokeskkonda, ettevõtte seniseid tulemusi ja ettevõtte poolt tulevikku suunatud tegevusi. Imprest'i väärtust hinnatakse kahe arenguvisiooni alusel (Imprest AS. Ettevõtte strateegia ... 2012):

- 1) Visioon 1 kohaselt jääb ettevõtte olemasoleva tootmismahu juurde ja kasvuks vajalikke tegevusi (investeeringuid) ei tehta, st, et ettevõtte kasv ei saa pikaajalises plaanis olla suurem, kui on üldine majanduskasv. Lühiajaliselt sõltub see olemasolevate tootmisvõimsuste reservidest.
- 2) Visioon 2 kohaselt ettevõtte käive järgneva viie aastaga kahekordistub. Visiooni realiseerimiseks investeeritakse tootmismahu kasvatamisse.

OECD¹⁵ 2012. aasta novembris koostatud majandusmudeli kohaselt kasvavad arenevad majandused 2060. aastaks suuremaks, kui lääneriikide majandused ja toimub majanduse tasakaalu dramaatiline ülakandumine (OECD 2012, viidatud The Guardian 2013 vahendusel). OECD prognoos põhineb ostujõu vastavuse meetodil, mis võrdleb erinevate riikide tootmismahu võrreldavate hindade korral. Samas analüüsis kajastub majanduskasv aastatel 1995-2011 ja majanduskavu prognoos aastateks 2011-2060 riikide lõikes, mille hulgas on kõik Imprest'i sihtturud (vt tabel 14). Autor on lisanud antud analüüsile Imprest'i keskmised müügid aastatel 2009-2012 ja arvutanud välja kaalutud mõju Imprest'i müügile aastatel 2011-2060, arvestades OECD kasvuprognoosi sihtturgude lõikes. Analüüsist nähtub, et arvestades Imprest'i müükide jagunemist sihtturgude vahel ja eeldades, et jagunemine jääb tulevikus samaks, nagu see on olnud aastatel 2009-2012,

¹⁵ Organisation for Economic Co-operation and Development.

kasvab Imprest'i müük 0,1 protsendipunkt enam kui OECD ennustus keskmiselt. Seega võib väita, et Imprest'i minimaalne kasv tänaste turgude ja toodete korral ei ole väiksem kui OECD prognoos.

Tabel 14. Majanduskavu prognoos Imprest'i sihtturgudel kaalutuna turu osakaaludega

	Keskmine SKT kasv perioodil 1995-2011	SKT kasvu prognoos perioodil 2011-2030	Imprest'i keskmine müük perioodil 2009-2012, eur	Osakaal kogumüügist	Mõju Imprest'i kasvu prognoosile 2011-2030
Austria	2,0	1,5	17 422	0,2	0,003
Belgia	1,8	2,1	278 901	3,4	0,072
Eesti*	3,6	2,8	1 844 315	22,6	0,633
Hispaania	2,9	2,0	373 011	4,6	0,091
Holland	2,2	1,8	66 802	0,8	0,015
Hungary	2,4	2,5	9 196	0,1	0,003
Iirimaa	4,7	2,1	442 736	5,4	0,114
Island	3,0	2,2	9 158	0,1	0,002
Itaalia	1,0	1,3	641 147	7,9	0,102
Jaapan	0,9	1,2	1 681	0,0	0,000
Kreeka	2,4	1,8	6 254	0,1	0,001
Norra	3,0	2,9	762 258	9,3	0,271
Portugal	1,7	1,4	908	0,0	0,000
Prantsusmaa	1,7	2,0	557 293	6,8	0,137
Rootsi	2,5	2,4	8 012	0,1	0,002
Saksamaa	1,4	1,3	603 464	7,4	0,096
Slovakkia	4,5	2,9	6 627	0,1	0,002
Soome	2,5	2,1	116 817	1,4	0,030
Šveits	1,7	2,2	215 160	2,6	0,058
Taani	1,5	1,3	124 551	1,5	0,020
Tšehhi	3,2	2,7	9 203	0,1	0,003
Ühendkuningriik	2,3	1,9	2 050 090	25,1	0,478
Kokku			8 145 005	100	
Keskmine	2,4	2,0			2,1

* Siia alla on pandud ka teised Balti riigid Imprest'i müügi osas.

Allikas: (Autori koostatud OECD (2012) ja Imprest AS. Sisearuanded. 2009-2012 baasil).

Samas on Imprest'i müügitulude kasv perioodil 2001-2011 olnud keskmiselt 44%, mis ületab sihtturgude keskmist majanduskavu (1995-2011) peaaegu 18 korda (vt tabel 15). Euroopa majandust kõvasti mõjutanud finantskriisieltselt, aastatel 2004-2007 (jättes välja ettevõtte algusaastad, mil kasv oli mõistagi äärmisel kiire), oli Imprest'i kasvuks

53%. Finantskriisi ajal, aastatel 2008-2009, kujunes kasvuks -22%, kriisijärgsel perioodil, aastatel 2010-2012, on kasv olnud 15%.

Tabel 15. Imprest'i müügitulude kasv perioodil 2001-2012

Aasta	Käive, eur	Kasv, %
2001	466 453	
2002	1 689 209	262
2003	1 824 588	8
2004	2 560 000	40
2005	4 292 613	68
2006	6 086 123	42
2007	9 976 947	64
2008	8 682 868	-13
2009	6 038 273	-30
2010	8 152 786	35
2011	9 267 280	14
2012	8 965 018	-3
Aritmeetiline keskmine 2001-2012 sh		44
enne kriisi periood 2004-2007		53
kriisiperiood 2008-2009		-22
kriisijärgne periood 2010-2012		15

Allikas: (Autori koostatud Imprest AS. Sisearuanded. 2001-2012 baasil).

Euroopa Keskpanga (ECB¹⁶: 2012) andmetel on eurotsooni viimase 10 aasta (2003-2012) inflatsioon olnud 2%, kõikides kvartalite lõikes 0,3-3,6%. Pikaajaline inflatsiooni prognoos tulevikuks on 2013. a 1. kvartali seisuga samuti 2%. Teatavasti on ka ECB eesmärk hoida eurotsooni inflatsioon 2% piires. Arvestades OECD kasvuprognoosi ja ECB inflatsiooniprognosi, võtab autor visioon nr 1 järgseks müügitulude kasvuks nii detailsel prognoosiperioodil kui ka jätkuperioodil 4%. Detailsel prognoosiperioodil tekitavat müügitulu kaetust tootmisvõimsustega kontrollitakse läbi hinna – jagades käibe keskmise hinnaga, saadakse tootmismah, mille vastavust hinnatakse ettevõtte olemasolevate tootmisvõimsustega. Visioon 2 järgse detailse prognoosiperioodi müügitulu aluseks on aga investeeringud tootmismahude kasvatamiseks, mis annavad perioodi kokkuvõttes soovitud kasvu. Jätkuperioodi kasv on arvestatud analoogselt visioon 1ga.

¹⁶ *European Central Bank* – Euroopa Keskpang.

3.1. *Pro-forma* aruanded

Pro-forma aruannete koostamine algab eelduste kirjeldamisega, millel aruanded tuginevad ja mis on esitatud enne igat aruannet. Visioon 1 järgse kasumiaruande koostamise eeldused on kirjeldatud tabelis 16 ja visioon 1 järgne kasumiaruanne kajastub tabelis 17.

Tabel 16. Imprest'i visioon 1 järgse *pro-forma* kasumiaruande koostamise eeldused

Eeldus	Väärtus	Kommentaar
Päevade arv finantsaastas	360	analoogselt Eesti finantsasutuste poolt kasutatavaga
Müügitulu kasvumäär, %	4,0	2% OECD kasvuproгноos ja 2% ECB inflatsiooniproгноos
Müüdud toodangu kulumäär, %	62,5	viimase 3.a keskmine, mis iseloomustab õigemini tänast ja eelduslikult ka tulevast olukorda
Turustuskulude kulumäär, %	24,0	viimase 3.a keskmine, arvestades tänast toodete nomenklatuuri, turuolukorda, perspektiivi
Üldhalduskulude kulumäär, %	5,5	viimase 3.a keskmine, mis iseloomustab õigemini tänast ja eelduslikult ka tulevast olukorda
Muude äritulude tulumäär, %	1,1	ajalooline keskmine, kuivõrd tegemist äärmiselt prognoosimatu tuluga
Muude ärikulude kulumäär, %	0,8	ajalooline keskmine, kuivõrd tegemist äärmiselt prognoosimatu kuluga
Kasum/kahjum valuutakursi muutusest kulumäär, %	0,04	aastate 2004-2012 keskmine
Muud finantstulud/kulud kulumäär, %	0,0	aastate 2004-2012 keskmine
Dividendide väljamaksekindaja, %	50,0	eelmise aasta puhaskasumist netodividendidena
Ettevõtte tulumaksumäär ¹⁷ , %	21,0	brutodividendidest

Allikas: (Autori koostatud, tuginedes eelnevate perioodide finantsanalüüsile).

Nagu näha, pole kõik *pro-forma* kasumiaruande sisendid võetud ajaloolise keskmisena, vaid rohkem on vaadeldud viimast kolme aastat ehk kriisijärgset perioodi, mis on autori hinnangul täpsem.

¹⁷ Autor pole teadlikult arvestanud täna teadaoleva tulumaksumäära muutusega 2015. a.

Tabel 17. Imprest'i visioon 1 järgne *pro-forma* kasumiaruanne perioodil 2012-2022, eurodes

Kasumiaruanne - skeem 2	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Müügitulu	8 965 018	9 323 619	9 696 563	10 084 426	10 487 803	10 907 315	11 343 608	11 797 352	12 269 246	12 760 016	13 270 416
- müüdnud toodangu kulu	-5 378 916	-5 827 262	-6 060 352	-6 302 766	-6 554 877	-6 817 072	-7 089 755	-7 373 345	-7 668 279	-7 975 010	-8 294 010
Brutokasum (-kahjum)	3 586 101	3 496 357	3 636 211	3 781 660	3 932 926	4 090 243	4 253 853	4 424 007	4 600 967	4 785 006	4 976 406
- turustuskulud	-2 082 473	-2 237 668	-2 327 175	-2 420 262	-2 517 073	-2 617 756	-2 722 466	-2 831 364	-2 944 619	-3 062 404	-3 184 900
- üldhalduskulud	-528 248	-512 799	-533 311	-554 643	-576 829	-599 902	-623 898	-648 854	-674 809	-701 801	-729 873
+ muud äritulud	75 848	102 560	106 662	110 929	115 366	119 980	124 780	129 771	134 962	140 360	145 975
- muud ärikulud	-51 180	-74 589	-77 573	-80 675	-83 902	-87 259	-90 749	-94 379	-98 154	-102 080	-106 163
Äri kasum (-kahjum)	1 000 047	773 860	804 815	837 007	870 488	905 307	941 519	979 180	1 018 347	1 059 081	1 101 445
Finantstulud ja -kulud											
- intressikulud	-136 684	-85 173	-77 272	-70 312	-64 179	-16 875	-15 760	-14 777	-13 912	-13 149	-12 477
+/- kasum (kahjum) valuutakursi muutustest	-2 120	-3 729	-3 879	-4 034	-4 195	-4 363	-4 537	-4 719	-4 908	-5 104	-5 308
+/- muud finantstulud ja -kulud	21 323	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kokku finantstulud ja -kulud	-117 481	-88 902	-81 151	-74 345	-68 374	-21 238	-20 297	-19 496	-18 820	-18 253	-17 785
Kasum (-kahjum) enne maksustamist	882 567	684 958	723 664	762 662	802 114	884 069	921 222	959 684	999 528	1 040 828	1 083 659
- tulumaks	-26 582	-26 582	-87 506	-84 553	-90 128	-94 631	-104 925	-108 495	-113 133	-117 812	-122 679
Aruandeaasta puhaskasum (-kahjum)	855 985	658 376	636 158	678 109	711 985	789 438	816 297	851 189	886 395	923 016	960 980
Kulum	369 290	346 279	376 502	363 151	274 397	198 749	149 478	141 551	160 162	163 182	155 542
Makstud netodividendid	100 000	100 000	329 188	318 079	339 055	355 993	394 719	408 148	425 594	443 198	461 508
Põhivara investeringud	130 513	312 000	197 000	277 000	147 000	77 000	147 000	227 000	47 000	177 000	147 000
Käibekapitali investeringud		18 964	99 193	103 161	107 287	111 579	116 042	120 683	125 511	130 531	135 752

Allikas: (Autori koostatud, tuginedes eelnevate perioodide finantsanalüüsile).

Kasumiaruande juurde on toodud kohustuslikes finantsaruannetes mittekajastuvad, kuid tulevasi rahavoogusid mõjutavad näitajad:

- kulum – aluseks on 31.12 seisuga kulumi prognoos, kuhu on lisatud uute investeeringutega kaasnev kulu;
- makstud dividendid – vastavalt eelpoolkirjeldatud eeldustele;
- põhivara ja käibekapitali investeeringud – mis on vajalikud saavutamaks planeeritud müügikäivet.

Tabelis 17 näidatud müügitulu saavutamine tänaste põhiinvesteeringutega, investeerides juurde vaid tootmise olemasoleval tasemel käigus hoidmiseks vajalikesse seadmetesse, kontrollimiseks on autor koostanud tabeli 18. Sõltuvalt rakendatud töövahetuste arvust, küünib Imprest'i praeguse tootmiskompleksi tootmisvõimsus 37 500 m³ valmistoodangut aastas. Arvestades 2012. a keskmist müügihinda €/m³ ja lisades sellele ECB prognoositava inflatsiooni, saab välja arvutada vajaliku tootmismahu, mis vastab 4% aastakasvuga saavutatud käibe.

Tabel 18. Imprest'i visioon 1 järgse müügitulu vastavus tootmisvõimsusele perioodil 2012-2022

Aasta	Käive	Hind, €/m ³ *	Tootmismaht, m ³
2012	9 000 000	300	30 000
2013	9 323 619	306	30 469
2014	9 696 563	312	31 067
2015	10 084 426	318	31 676
2016	10 487 803	325	32 297
2017	10 907 315	331	32 930
2018	11 343 608	338	33 576
2019	11 797 352	345	34 234
2020	12 269 246	351	34 906
2021	12 760 016	359	35 590
2022	13 270 416	366	36 288

* Hind tõuseb vastavalt ECB prognoosile 2% aastas.

Allikas: (Autori koostatud).

Analüüsist nähtub, et 2022. a planeeritud müügitulu saavutamiseks peab ettevõtte tootma 36 288 m³ valmistoodangut, mis on autori hinnangul teostatav olemasolevate põhiinves-

teeringutega praeguses tootmiskompleksis. Visioon 1 järgne *pro-forma* bilanss kajastub tabelis 20. Bilansi tasakaalustamiseks on aruandesse lisatud read “üleliigne rahavaru” ja “planeerimata laen”. Bilanss on seotud kasumiaruande ridadega ning bilansi koostamise eelduseid on selgitatud tabelis 19.

Tabel 19. Imprest'i visioon 1 *pro-forma* bilansi koostamise eeldused

Eeldus	Väärtus	Kommentaar
Rahavaru sihtväärtus aasta lõpus, %	2,5	kohustuslik vaba raha maht aasta lõpus
Nõuded ja ettemaksud käibevälde, päevades	30	aastate 2004-2012 keskmine
Varude käibevälde, päevades	83	viimase kolme aasta keskmine, sest kriisiaastatejärgselt on ettevõtte teinud olulisi muudatusi varude juhtimises
Kulumi kulumäär, %	8,8	keskmine kulumäär alates perioodist 2010-2012 peale kuluminormide ringivaatamist 2009. a
Võlad ja ettemaksud kuluvälde, päevades	42	viimase kolme aasta keskmine, kuna ettevõtte on saavutanud küpsuse ja kasvab eelnevate perioodidega võrreldes aeglasemalt
Võõrkapitali intressikulude määr, %	7,5	aastate 2004-2012 keskmine

Allikas: (Autori koostatud, tuginedes eelnevate perioodide finantsanalüüsile).

Visioon 1 järgse *pro-forma* bilansi ja kasumiaruande baasil nähtub, et ettevõtte müügitulu kasvab detailse prognoosiperioodi lõpuks 13 270 416 euronit aastas, suurenedes perioodi algusega võrreldes 48% ja bilansimaht 8 176 206 euronit, suurendes 79% (arvestades eeldustekohast dividendipoliitikat). Bilansis kajastuv üleliigne rahavaru on perioodi lõpuks 2 686 043 eurot, laenude maht on langenud 89% – 166 364 euronit – ja omakapitali osakaal bilansimahtu moodustab 86%. Tegemist on finantsilises mõttes väga kindla ja tugeva ettevõttega. Visioon 2 järgse kasumiaruande koostamise eeldused on kirjeldatud tabelis 21.

Tabel 20. Impest'i visioon 1 järgne *pro-forma* bilanss perioodil 2012-2022

Bilanss	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
Raha	105 956	233 090	242 414	252 111	262 195	272 683	283 590	294 934	306 731	319 000	331 760
Ülemäärane rahavaru	0	330 206	620 820	879 004	1 197 601	1 017 238	1 316 575	1 546 074	1 988 214	2 318 322	2 686 043
Nõuded ja ettemaksed	758 901	776 968	808 047	840 369	873 984	908 943	945 301	983 113	1 022 437	1 063 335	1 105 868
Varud	2 017 033	2 149 612	2 235 597	2 325 020	2 418 021	2 514 742	2 615 332	2 719 945	2 828 743	2 941 893	3 059 568
Müügiootel põhivara	65 079	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Käibevara kokku	2 946 969	3 489 877	3 906 878	4 296 503	4 751 801	4 713 606	5 160 798	5 544 065	6 146 125	6 642 549	7 183 240
Materiaalne põhivara soetusmaksumuses	4 305 725	4 617 725	4 814 725	5 091 725	5 238 725	5 315 725	5 462 725	5 689 725	5 736 725	5 913 725	6 060 725
Akumuleeritud põhivara kulum (miinus)	-2 788 977	-3 135 256	-3 511 758	-3 874 908	-4 149 305	-4 348 054	-4 497 532	-4 639 083	-4 799 244	-4 962 426	-5 117 968
Immateriaalne põhivara	116 701	107 262	98 586	90 612	83 284	76 547	70 356	64 665	59 435	54 628	50 209
Põhivara kokku	1 633 449	1 589 731	1 401 554	1 307 429	1 172 704	1 044 218	1 035 549	1 115 308	996 916	1 005 927	992 966
AKTIVA KOKKU	4 580 418	5 079 608	5 308 432	5 603 933	5 924 505	5 757 824	6 196 346	6 659 373	7 143 041	7 648 476	8 176 206
Laenukohustused	448 441	250 000	250 000	250 000	250 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000
Võlad ja ettemaksed	421 031	679 847	707 041	735 323	764 736	795 325	827 138	860 224	894 633	930 418	967 635
Planeerimata laen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Lühiajalised kohustused kokku	869 472	929 847	957 041	985 323	1 014 736	895 325	927 138	960 224	994 633	1 030 418	1 067 635
Pikaajalised laenukohustused	1 005 200	885 639	780 299	687 488	605 716	125 000	110 132	97 033	85 491	75 323	66 364
Pikajalised kohustused kokku	1 005 200	885 639	780 299	687 488	605 716	125 000	110 132	97 033	85 491	75 323	66 364
Aktiivkapital nimiväärtused	127 824	127 824	127 824	127 824	127 824	127 824	127 824	127 824	127 824	127 824	127 824
Kohustuslik reservkapital	12 782	12 782	12 782	12 782	12 782	12 782	12 782	12 782	12 782	12 782	12 782
Eelmiste perioodide jaotamata kasum	1 709 155	2 465 140	2 794 328	3 112 407	3 451 462	3 807 454	4 202 173	4 610 322	5 035 916	5 479 114	5 940 622
Aruandeaasta kasum (kahjum)	855 985	658 376	636 158	678 109	711 985	789 438	816 297	851 189	886 395	923 016	960 980
Omakapital kokku	2 705 746	3 264 122	3 571 092	3 931 122	4 304 053	4 737 499	5 159 076	5 602 116	6 062 917	6 542 736	7 042 208
PASSIVA KOKKU	4 580 418	5 079 608	5 308 432	5 603 933	5 924 505	5 757 824	6 196 346	6 659 373	7 143 041	7 648 476	8 176 206
<i>kontroll</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
<i>Laenukapitali kokku</i>	<i>1 453 641</i>	<i>1 135 639</i>	<i>1 030 299</i>	<i>937 488</i>	<i>855 716</i>	<i>225 000</i>	<i>210 132</i>	<i>197 033</i>	<i>185 491</i>	<i>175 323</i>	<i>166 364</i>
<i>Võlakordaja, %</i>	<i>32</i>	<i>22</i>	<i>19</i>	<i>17</i>	<i>14</i>	<i>4</i>	<i>3</i>	<i>3</i>	<i>3</i>	<i>2</i>	<i>2</i>
<i>Omakapitali osakaal varade mahust, %</i>	<i>59</i>	<i>64</i>	<i>67</i>	<i>70</i>	<i>73</i>	<i>82</i>	<i>83</i>	<i>84</i>	<i>85</i>	<i>86</i>	<i>86</i>

Allikas: (Autori koostatud, tuginedes eelnevate perioodide finantsanalüüsile).

Tabel 21. Imprest'i visioon 2 järgse *pro-forma* kasumiaruande koostamise eeldused

Eeldus	Väärtus	Kommentaar
Päevade arv finantsaastas	360	analoogselt Eesti finantsasutuste poolt kasutatavaga
Müügitulu kasvumäär, %		vastavalt investeeringutega kaasnevale tootmisvõimsusele ja THI ¹⁸ kasvuprognosile (ECB)
Müüdud toodangu kulumäär, %	62,5	viimase kolme aasta keskmine, mis iseloomustab õigemini tänast ja eelduslikult ka tulevast olukorda
Turustuskulude kulumäär, %	24,0	viimase kolme aasta keskmine, arvestades tänast toodete nomenklatuuri, turuolukorda, perspektiivi
Üldhalduskulude kulumäär, %	5,5	viimase kolme aasta keskmine, mis iseloomustab õigemini tänast ja eelduslikult ka tulevast olukorda
Muude äritulude tulumäär, %	1,1	ajalooline keskmine, kuivõrd on tegemist äärmiselt prognoosimatu tuluga
Muude ärikulude kulumäär, %	0,8	ajalooline keskmine, kuivõrd on tegemist äärmiselt prognoosimatu kuluga
Kasum/kahjum valuutakursi muutusest kulumäär, %	0,04	aastate 2004-2012 keskmine
Muud finantstulud/kulud kulumäär, %	0,0	aastate 2004-2012 keskmine
Dividendide väljamaksekindaj, %	10,0	eelmise aasta puhaskasumist netodividendidena
Ettevõtte tulumaksumäär ¹⁹ , %	21,0	brutodividendidest

Allikas: (Autori koostatud, tuginedes eelnevate perioodide finantsanalüüsile).

Kuna Visioon 2 kohaselt kasvatab ettevõtte müügimahtu läbi uute investeeringute, pole võimalik müügitulusid prognoosida läbi käibe protsentuaalse kasvu, vaid tuleb vaadelda planeeritavate investeeringutega kaasnevat tootmismahu kasvu ja sellega kaasnevat käibe kasvu, arvestades toodangu keskmist müügihinda. Tabelis 22 on kirjeldatud olemasolevatele investeeringutele vastav ja uute investeeringutega kaasnev tootmismahut vastavalt autori hinnangule. Uued investeeringud ei ole kohandatud inflatsiooniga, kuna autori hinnangul on täna ja tulevikus ettevõttes oluliselt rohkem teadmust, mis võimaldab kindlasti sama raha eest soetada analoogne tootmisvõimsus.

¹⁸ THI – tarbijahinna indeks.

¹⁹ Autor pole teadlikult arvestanud täna teadaoleva tulumaksumäära muutusega 2015. a.

Tabel 22. Imprest'i visioon 2 järgse müügitulu kujunemine läbi tootmismahu kasvu

Aasta	Tootmismahut m ³			Hind ³ €/m ³	Käive
	Olemasolevad investeeringud ¹	Uued investeeringud ²	Kokku		
2012	30 000		30 000	300	9 000 000
2013	32 250		32 250	306	9 868 500
2014	34 500		34 500	312	10 768 140
2015	35 000		35 000	318	11 142 684
2016	35 000	15 000	50 000	325	16 236 482
2017	35 000	10 000	60 000	331	19 873 454
2018	35 000	5 000	65 000	338	21 960 167
2019	35 000	2 500	67 500	345	23 260 885
2020	35 000	2 500	70 000	351	24 604 847
2021	35 000	2 500	72 500	359	25 993 263
2022	35 000	2 500	75 000	366	27 427 374

¹ - tänaste investeeringute järgsete tootmisvõimsuste realiseerimine olemasolevas tootmisbaasis;

² - uute investeeringute järgsete tootmisvõimsuste realiseerimine uues tootmisbaasis;

³ - müügihindade tõust vastavalt ECB inflatsiooniprognosile.

Allikas: (Autori koostatud).

Tabel 22 kohaselt suureneb Imprest'i tootmismahut järgmise 10 aasta jooksul 2,5 korda, küündides 75 000 m³. Olemasolevas tootmisbaasis suurendatakse tootmismahut 35 000 m³ ja samas investeeritakse 40 000 m³ ulatuses uude tootmisvõimsusesse. Eeldades, et toodete sortiment ja turud jäävad analoogseks tänasega ning et inflatsioon on 2% aastas, jõutakse 2022 .a müügituluni 27 427 374 eurot, mis tähendab 206%list kasvu ehk visioon 2 on täidetud.

Visioon 2 järgne *pro-forma* kasumiaruanne sisaldub tabelis 23 ja *pro-forma* bilanss tabelis 24. Võrreldes visioon 1ga nähtub, et olulised muutused on toimunud lisaks müügitulule ka kulumi, investeeringute ja üleliigse rahavaru ridadel. Lisandunud on planeerimata laen aastatele 2015-2019, kuna ettevõtte ei suuda omavahenditest katta kogu investeeringut. Siiski ei lange ettevõtte omakapitali osakaal varadest alla emaettevõtte poolt soovitud taseme, olles minimaalselt 61%.

Tabel 23. Imprest'i visioon 2 järgne *pro-forma* kasumiaruanne perioodil 2012-2022, eurodes

Kasumiaruanne - skeem 2	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Müügitulu	8 965 018	9 868 500	10 768 140	11 142 684	16 236 482	19 873 454	21 960 167	23 260 885	24 604 847	25 993 263	27 427 374
- müüdnud toodangu kulu	-5 378 916	-6 167 813	-6 730 088	-6 964 178	-10 147 802	-12 420 909	-13 725 104	-14 538 053	-15 378 029	-16 245 790	-17 142 109
Brutokasum (-kahjum)	3 586 101	3 700 688	4 038 053	4 178 507	6 088 681	7 452 545	8 235 063	8 722 832	9 226 818	9 747 474	10 285 265
- turustuskulud	-2 082 473	-2 368 440	-2 584 354	-2 674 244	-3 896 756	-4 769 629	-5 270 440	-5 582 612	-5 905 163	-6 238 383	-6 582 570
- üldhalduskulud	-528 248	-705 598	-769 922	-796 702	-1 160 908	-1 420 952	-1 570 152	-1 663 153	-1 759 247	-1 858 518	-1 961 057
+ muud äritulud	75 848	108 554	118 450	122 570	178 601	218 608	241 562	255 870	270 653	285 926	301 701
- muud ärikulud	-51 180	-78 948	-86 145	-89 141	-129 892	-158 988	-175 681	-186 087	-196 839	-207 946	-219 419
Ärikasum (-kahjum)	1 000 047	656 255	716 081	740 988	1 079 726	1 321 585	1 460 351	1 546 849	1 636 222	1 728 552	1 823 920
Finantstulud ja -kulud											
- intressikulud	-136 684	-85 173	-77 272	-112 902	-249 016	-295 004	-263 050	-209 272	-95 543	-13 149	-12 477
+/- kasum (kahjum) valuutakursi muutustest	-2 120	-3 947	-4 307	-4 457	-6 495	-7 949	-8 784	-9 304	-9 842	-10 397	-10 971
+/- muud finantstulud ja -kulud	21 323	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kokku finantstulud ja -kulud	-117 481	-89 120	-81 580	-117 359	-255 511	-302 954	-271 834	-218 577	-105 385	-23 547	-23 448
Kasum (-kahjum) enne maksustamist	882 567	567 135	634 502	623 630	824 215	1 018 631	1 188 517	1 328 272	1 530 837	1 705 005	1 800 472
- tulumaks	-26 582	-26 582	-14 369	-16 485	-16 139	-21 480	-26 507	-30 889	-34 487	-39 776	-44 266
Aruandeaasta puhaskasum (-kahjum)	855 985	540 553	620 133	607 145	808 076	997 150	1 162 010	1 297 383	1 496 350	1 665 229	1 756 207
Kulum	369 290	346 279	379 622	368 241	432 257	508 079	559 578	603 121	674 002	689 992	696 622
Makstud netodividendid	100 000	100 000	54 055	62 013	60 715	80 808	99 715	116 201	129 738	149 635	166 523
Põhivara investeeringud	130 513	312 000	197 000	1 777 000	1 647 000	1 077 000	647 000	727 000	172 000	302 000	272 000
Käibekapitali investeeringud		163 887	239 279	99 618	1 354 809	967 334	555 008	345 955	357 457	369 280	381 434

Allikas: (Autori koostatud, tuginedes eelnevate perioodide finantsanalüüsile).

Tabel 24. Imprest'i visioon 2 järgne *pro-forma* bilanss perioodil 2012-2022

Bilanss	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
Raha	105 956	246 713	269 204	278 567	405 912	496 836	549 004	581 522	615 121	649 832	685 684
Ülemäärane rahavaru	0	230 290	800 108	0	0	0	0	0	1 447 325	3 345 218	5 373 405
Nõuded ja ettemaksed	758 901	822 375	897 345	928 557	1 353 040	1 656 121	1 830 014	1 938 407	2 050 404	2 166 105	2 285 615
Varud	2 017 033	2 275 238	2 482 655	2 569 008	3 743 411	4 581 935	5 063 039	5 362 926	5 672 784	5 992 891	6 323 534
Müügiootel põhivara	65 079	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Käibevara kokku	2 946 969	3 574 615	4 449 311	3 776 132	5 502 363	6 734 893	7 442 057	7 882 855	9 785 634	12 154 046	14 668 237
Materiaalne põhivara soetusmaksumuses	4 305 725	4 617 725	4 814 725	6 591 725	8 238 725	9 315 725	9 962 725	10 689 725	10 861 725	11 163 725	11 435 725
Akumuleeritud põhivara kulum (miinus)	-2 788 977	-3 135 256	-3 514 878	-3 883 118	-4 315 375	-4 823 454	-5 383 032	-5 986 153	-6 660 154	-7 350 146	-8 046 768
Immateriaalne põhivara	116 701	107 262	98 586	90 612	83 284	76 547	70 356	64 665	59 435	54 628	50 209
Põhivara kokku	1 633 449	1 589 731	1 398 434	2 799 219	4 006 634	4 568 818	4 650 049	4 768 238	4 261 006	3 868 207	3 439 166
AKTIVA KOKKU	4 580 418	5 164 346	5 847 745	6 575 351	9 508 997	11 303 711	12 092 105	12 651 093	14 046 640	16 022 253	18 107 403
Laenukohustused	448 441	250 000	250 000	250 000	250 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000
Võlad ja ettemaksed	421 031	719 578	785 177	812 487	1 183 910	1 449 106	1 601 262	1 696 106	1 794 103	1 895 342	1 999 913
Planeerimata laen	0	0	0	46 998	1 641 650	2 508 636	1 664 457	478 063	0	0	0
Lühiajalised kohustused kokku	869 472	969 578	1 035 177	1 109 485	3 075 560	4 057 742	3 365 719	2 274 169	1 894 103	1 995 342	2 099 913
Pikaajalised laenukohustused	1 005 200	885 639	780 299	687 488	605 716	125 000	110 132	97 033	85 491	75 323	66 364
Pikajalised kohustused kokku	1 005 200	885 639	780 299	687 488	605 716	125 000	110 132	97 033	85 491	75 323	66 364
Aktsiakapital nimiväärtused	127 824	127 824	127 824	127 824	127 824	127 824	127 824	127 824	127 824	127 824	127 824
Kohustuslik reservkapital	12 782	12 782	12 782	12 782	12 782	12 782	12 782	12 782	12 782	12 782	12 782
Eelmiste perioodide jaotamata kasum	1 709 155	2 465 140	3 098 185	3 812 315	4 555 226	5 573 926	6 839 719	8 312 055	9 956 562	11 729 451	13 602 829
Aruandeaasta kasum (kahjum)	855 985	703 383	793 478	825 457	1 131 888	1 406 436	1 635 929	1 827 230	1 969 877	2 081 531	2 197 692
Omakapital kokku	2 705 746	3 309 129	4 032 269	4 778 378	5 827 721	7 120 968	8 616 254	10 279 891	12 067 045	13 951 588	15 941 127
PASSIVA KOKKU	4 580 418	5 164 346	5 847 745	6 575 351	9 508 997	11 303 711	12 092 105	12 651 093	14 046 640	16 022 253	18 107 403
<i>kontroll</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
<i>Laenukapitali kokku</i>	<i>1 453 641</i>	<i>1 135 639</i>	<i>1 030 299</i>	<i>984 486</i>	<i>2 497 366</i>	<i>2 733 636</i>	<i>1 874 589</i>	<i>675 096</i>	<i>185 491</i>	<i>175 323</i>	<i>166 364</i>
<i>Võlakordaja, %</i>	<i>32</i>	<i>22</i>	<i>18</i>	<i>15</i>	<i>26</i>	<i>24</i>	<i>16</i>	<i>5</i>	<i>1</i>	<i>1</i>	<i>1</i>
<i>Omakapitali osakaal varade mahust, %</i>	<i>59</i>	<i>64</i>	<i>69</i>	<i>73</i>	<i>61</i>	<i>63</i>	<i>71</i>	<i>81</i>	<i>86</i>	<i>87</i>	<i>88</i>

Allikas: (Autori koostatud, tuginedes eelnevate perioodide finantsanalüüsile).

3.2. Väärtuse hindamine

Imprest'i väärtus hinnatakse lähtuvalt mõlemast arenguvisionist eraldi. Tabelis 25 kajastuvad eeldused on aga mõlema väärtuse hindamise puhul samad.

Tabel 25. Imprest'i väärtuse hindamise eeldused

Eeldus	Väärtus	Kommentaar
Lühiajalise laenukapitali intressikulude määr, %	12,0	tänasele turusituatsioonile vastav lühiajalise laenukapitali hind
Pikaajalise laenukapitali intressikulude määr, %	3,5	tänasele turusituatsioonile vastav pikaajalise laenukapitali hind
Riskivaba tulumäär, %	1,36	Saksamaa 10 aasta lunastamistähtajaga võlakirjad Bloomberg 20.03.2013 andmetel.
Finantsvõimenduse ta beetakordaja	0,56	Damodaran'i 2013. a jaanuaris avaldatud Euroopa puidu ja paberitööstuse beeta
ERP ²⁰ Estonia, %	7,08	Damodaran'i 2013. a jaanuaris avaldatud riikide riskimarginaalid ja maksumäärad
Väikeettevõtte riskipremia, %	7,97	Andresson (2002: 225), viidatud Kõomägi (2013: 105) vahendusel, sisaldab ka likviidsusriski
Rahavoogude kasv jätkuperioodil, %	4,0	2% OECD majanduskasvu prognoos ja 2% ECB inflatsiooniprognosis

Allikas: (Autori koostatud).

Peale vabade rahavoogudel leidmist on vaja leida ettevõtte keskmine kapitali kulukuse määr ehk WACC. Nagu teoorias kirjeldatud, leitakse WACC finantsvarade hindamise mudeli CAPM abil, mille komponendid ja väärtused on ka tabelis 25 näidatud. Riskivaba tulumäärana kasutatakse üldjuhul valitsuste võlakirjasid, mille tulususest annab ülevaate tabel 26. Imprest'i väärtuse hindamiseks kasutatakse Saksa riigi 10. a tähtajaga võlakirju, kuna nende tulusus tähtajani kattub detailse prognoosiperioodi pikkusega ja need on emiteeritud samas valuutas. Finantsvõimenduse ta beeta on võetud Damodaran (2013) kodulehelt ning see kirjeldab Euroopa paberi- ja metsatööstuse süstemaatilist riski. Maariskipremia ERP²¹ pärineb samuti Damodaran (2013) kodulehelt.

²⁰ ERP (*equity risk premium*) – investeeringu riskimarginaal.

²¹ *Equity Risk Premium*.

Tabel 26. Valitsuse võlakirjade aastane tulusus, %-des

Tähtaeg	Saksamaa	Suurbritannia	Ameerika	Jaapan
5 aastat	0,35	0,74	0,78	0,12
10 aastat	1,36	1,85	1,92	0,60
30 aastat	2,23	3,18	3,15	1,73

Allikas: (Autori koostatud Bloomberg.com (2013) põhjal).

Investeeringud väikeettevõttesse loetakse riskantsemaks, sest selle tulud on volatiilsemad ning samuti on nad avatumad erinevatele keskkonnast tulenevatele ohtudele, mistõttu soovitatakse nõuda kõrgemat riskipremiat. 1990. aastate lõpus tegi konsultatsiooniettevõtte KPMG uuringu teguritest, mis mõjutavad väikeettevõtte beeta riske. Faktoranalüüsi abil leiti kuus faktorit, mis on olulisemad väikeettevõtte riskipremia suuruse leidmisel (Andresson 2002: 225, viidatud Kõomägi 2013: 105 vahendusel):

- 1) sõltuvus juhtimise kvaliteedist 2,36;
- 2) mittelikviidsuse preemia 1,72;
- 3) riskide hajutatus ettevõtte erinevate tegevusvaldkondade lõikes 1,92;
- 4) ettevõtte turupositsioon 1,41;
- 5) turule sisenemise tõkete olemasolu 1,77;
- 6) korrigeeriv faktor – seos 2. ja 3. faktori vahel –1,21.

Faktorite summa tuleb kokku 7,97. Järgnevalt on välja arvatatud visioon 1 kohaselt Imprest'i vabad rahavood, kaalutud keskmine kapitali kulukuse määr ja väärtus (vt tabelid 27-29) lähtuvalt *pro-forma* aruannetest ning väärtuse hindamise eeldustest. Arvutused näitavad, et ettevõttele suunatud vabad rahavood on kogu prognoosiperioodi lõikes positiivsed. Omakapitali ja laenukapitali väärtused põhinevad turuväärtustel, mitte bilansilistel väärtustel. Omakapitali turuväärtuse leidmiseks on kasutatud *MS Excel* vahendit *Solver*.

Tabel 27. Visioon 1 järgne ettevõttele suunatud vabad rahavood Imprest'is aastatel 2013-2022, eurodes

FCF - vabad rahavood	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
EBIT	770 131	800 936	832 974	866 293	900 944	936 982	974 461	1 013 440	1 053 977	1 096 136
+ kulum	346 279	376 502	363 151	274 397	198 749	149 478	141 551	160 162	163 182	155 542
- investeeringud põhivarasse	-312 000	-197 000	-277 000	-147 000	-77 000	-147 000	-227 000	-47 000	-177 000	-147 000
- investeeringud puhaskäibekapitali	-18 964	-99 193	-103 161	-107 287	-111 579	-116 042	-120 683	-125 511	-130 531	-135 752
FCF KOKKU	785 445	881 245	815 964	886 402	911 115	823 418	768 328	1 001 091	909 628	968 926

Allikas: (Autori koostatud, tuginedes eelnevate perioodide finantsanalüüsile).

Tabel 28. Visioon 1 järgne kaalutud keskmine kapitali kulukuse määr Imprest'is aastatel 2012-2022

WACC - kaalut. keskm. kap. kuluk. määr	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Omakapitali väärtus	6 417 521	7 280 109	7 826 581	8 420 484	9 031 445	9 700 773	10 371 788	11 074 582	11 817 588	12 577 762	13 371 388
Laenukapitali väärtus	1 453 641	1 135 639	1 030 299	937 488	855 716	225 000	210 132	197 033	185 491	175 323	166 364
Omakapitali kulukuse määr (CAPM), %	14,2	13,9	13,8	13,7	13,7	13,4	13,4	13,4	13,4	13,4	13,3
Laenukapitali kulukuse määr, %	6,1	5,4	5,6	5,8	6,0	7,3	7,5	7,8	8,1	8,3	8,6
WACC, %	12,7	12,8	12,9	12,9	13,0	13,2	13,3	13,3	13,3	13,3	13,3

Allikas: (Autori koostatud, tuginedes eelnevate perioodide finantsanalüüsile).

Tabel 29. Visioon 1 järgne Imprest'i väärtus aastatel 2012-2022, eurodes

Väärtus	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Vabad rahavood (FCFF)		785 445	881 245	815 964	886 402	911 115	823 418	768 328	1 001 091	909 628	968 926
Ettevõtte äritegevuse väärtus	7 871 162	8 085 542	8 236 060	8 478 968	8 689 560	8 908 535	9 265 345	9 725 541	10 014 865	10 434 762	10 851 708
Ettevõtte kui terviku väärtus	7 871 162	8 415 748	8 856 880	9 357 972	9 887 161	9 925 773	10 581 920	11 271 615	12 003 079	12 753 084	13 537 751
Omakapitali väärtus	6 417 521	7 280 109	7 826 581	8 420 484	9 031 445	9 700 773	10 371 788	11 074 582	11 817 588	12 577 762	13 371 388

Allikas: (Autori koostatud, tuginedes eelnevate perioodide finantsanalüüsile).

Prognoosiperioodi keskmiseks WACC'iks kujuneb 13,1%, mis on aluseks jätkuperioodi rahavoogude diskonteerimisele²². Ettevõtte väärtus on suurema täpsuse huvides leitud terve prognoosiperioodi lõikes kolmel erineval väärtuse tasemel ja kahe võimaliku omakapitali kulukuse määra korral ning esitatud tabelis 30. Äritegevuse väärtus iseloomustab ettevõtte vabade rahavoogude väärtust. Terviku väärtuse puhul on äritegevuse väärtusele lisatud ettevõtte kasutuses olev ülemäärane rahavaru. Omakapitali väärtuse leidmiseks on terviku väärtusest lahutatud laenukapitali väärtus.

Tabel 30. Imprest'i visiooni 1 järgsed väärtused, eurodes

Väärtuse tase	CAMP mudeli põhine omakapitali kulukuse määr	20% omakapitali kulukuse määr
Äritegevuse väärtus	7 871 162	5 090 133
Terviku väärtus	7 871 162	5 090 133
Omakapitali väärtus	6 417 521	3 636 492

Allikas: (Autori koostatud).

Järgnevalt on välja arvatud visioon 2 kohaselt Imprest'i vabad rahavood, kaalutud keskmine kapitali kulukuse määr ja väärtus (vt tabelid 31-33). Visioon 2 järgselt on ettevõttele suunatud vabad rahavood aastatel 2015-2016 negatiivsed, mõjutatuna suuremahulistest investeeringutest tootmismahu kasvatamisse. Prognoosiperioodi keskmiseks WACC'iks kujuneb 12,9%, mis on aluseks jätkuperioodi rahavoogude diskonteerimisele²³. Visioon 2 järgsed Imprest'i väärtused 2012. a lõpu seisuga on esitatud tabelis 34.

Tabel 34. Imprest'i visiooni 2 järgsed väärtused, eurodes

Väärtuse tase	CAMP mudeli põhine omakapitali kulukuse määr	20% omakapitali kulukuse määr
Äritegevuse väärtus	11 325 073	5 709 894
Terviku väärtus	11 325 073	5 709 894
Omakapitali väärtus	9 871 431	4 256 253

Allikas: (Autori koostatud).

²² Autor on teadlikult kasutanud detailse prognoosiperioodi keskmist WACC'i.

²³ Autor on teadlikult kasutanud detailse prognoosiperioodi keskmist WACC'i.

Tabel 31. Visioon 2 järgne ettevõttele suunatud vabad rahavood Imprest'is aastatel 2013-2022, eurodes

FCF - vabad rahavood	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
EBIT	815 138	889 448	920 386	1 341 133	1 641 547	1 813 910	1 921 349	2 032 360	2 147 044	2 265 501
+ kulum	346 279	379 622	368 241	432 257	508 079	559 578	603 121	674 002	689 992	696 622
- investeeringud põhivarasse	-312 000	-197 000	-1 777 000	-1 647 000	-1 077 000	-647 000	-727 000	-172 000	-302 000	-272 000
- investeeringud puhaskäibekapitali	-163 887	-239 279	-99 618	-1 354 809	-967 334	-555 008	-345 955	-357 457	-369 280	-381 434
FCF KOKKU	685 529	832 791	-587 992	-1 228 419	105 293	1 171 480	1 451 515	2 176 905	2 165 755	2 308 690

Allikas: (Autori koostatud, tuginedes eelnevate perioodide finantsanalüüsile).

Tabel 32. Visioon 2 järgne kaalutud keskmine kapitali kulukuse määr Imprest'is aastatel 2012-2022

WACC - kaalut. keskm. kap. kuluk. määr	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Omakapitali väärtus	9 871 431	11 193 210	12 599 939	14 102 838	15 786 416	17 693 840	19 858 526	22 336 834	25 108 658	28 019 170	31 049 771
Laenukapitali väärtus	1 453 641	1 135 639	1 030 299	1 505 356	3 320 218	3 933 393	3 507 336	2 790 297	1 273 911	175 323	166 364
Omakapitali kulukuse määr (CAPM), %	13,9	13,7	13,6	13,7	14,1	14,2	14,0	13,8	13,5	13,3	13,3
Laenukapitali kulukuse määr, %	6,1	5,4	5,6	3,6	1,5	0,4	0,5	0,6	1,2	8,3	8,6
WACC, %	12,9	12,9	13,0	12,7	11,9	11,7	12,0	12,3	12,9	13,3	13,3

Allikas: (Autori koostatud, tuginedes eelnevate perioodide finantsanalüüsile).

Tabel 33. Visioon 2 järgne Imprest'i väärtus aastatel 2012-2022, eurodes

Väärtus	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Vabad rahavood (FCFF)		685 529	832 791	-587 992	-1 228 419	105 293	1 171 480	1 451 515	2 176 905	2 165 755	2 308 690
Ettevõtte äritegevuse väärtus	11 325 073	12 098 559	12 830 130	15 087 324	18 283 782	20 427 476	21 733 115	23 011 930	23 846 824	24 849 275	25 842 730
Ettevõtte kui terviku väärtus	11 325 073	12 328 849	13 630 237	15 087 324	18 283 782	20 427 476	21 733 115	23 011 930	25 294 149	28 194 493	31 216 134
Omakapitali väärtus	9 871 431	11 193 210	12 599 939	14 102 838	15 786 416	17 693 840	19 858 526	22 336 834	25 108 658	28 019 170	31 049 771

Allikas: (Autori koostatud, tuginedes eelnevate perioodide finantsanalüüsile).

Tabel 35. Visioon 1 järgsed Imprest'i tasuvusmõõdikud aastatel 2013-2022

Tasuvus - visioon 1	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Keskm.
Omakapitali puhasrentaablus ROE, %	22,1	18,6	18,1	17,3	17,5	16,5	15,8	15,2	14,6	14,1	17,0
Vara puhasrentaablus ROA, %	13,6	12,2	12,4	12,4	13,5	13,7	13,2	12,8	12,5	12,1	12,9
Investeeritud kapitali tulusus ROIC, %	18,0	17,8	17,6	17,3	17,8	18,1	17,5	16,8	16,3	15,7	17,3
ROIC-WACC, %	5,2	4,9	4,7	4,3	4,6	4,9	4,2	3,5	3,0	2,5	4,2
Majanduslik lisaväärtus EVA	243 074	163 957	162 849	149 092	184 253	154 457	132 054	107 344	81 585	54 584	143 325

Allikas: (Autori koostatud, tuginedes eelnevate perioodide finantsanalüüsile).

Tabel 36. Visioon 2 järgsed Imprest'i tasuvusmõõdikud aastatel 2013-2022

Tasuvus - visioon 2	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Keskm.
Omakapitali puhasrentaablus ROE, %	23,4	21,6	18,7	21,3	21,7	20,8	19,3	17,6	16,0	14,7	19,5
Vara puhasrentaablus ROA, %	14,4	14,4	13,3	14,1	13,5	14,0	14,8	14,8	13,8	12,9	14,0
Investeeritud kapitali tulusus ROIC, %	18,9	18,7	17,1	21,6	23,4	22,4	19,9	17,9	16,3	15,0	19,1
ROIC-WACC, %	6,0	5,7	4,0	9,3	11,3	9,9	6,8	4,6	3,0	1,7	6,2
Majanduslik lisaväärtus EVA	291 452	293 566	227 585	393 597	506 027	560 364	559 806	481 114	348 740	207 429	386 968

Allikas: (Autori koostatud, tuginedes eelnevate perioodide finantsanalüüsile).

Tabel 37. Tasuvusmõõdikute võrdlus

Tasuvuse võrdlus - keskmised	2005-2012	Visioon 1	Visioon 2
Omakapitali puhasrentaablus ROE, %	23,4	17,0	19,5
Vara puhasrentaablus ROA, %	7,9	12,9	14,0
Investeeritud kapitali tulusus ROIC, %	14,4	17,3	19,1
ROIC-WACC, %	2,4	4,2	6,2
Majanduslik lisaväärtus EVA, eur	24 154	143 325	386 968

Allikas: (Autori koostatud, tuginedes eelnevate perioodide finantsanalüüsile).

Nagu näha, väheneb visioon 2 puhul ettevõtte väärtus kõrgema omakapitali määra korral rohkem kui visioon 1 puhul, kuna mudeli kohaselt kasutatakse investeeringuteks laenukapitali lühiajaliselt ja dividende makstakse vähem, mistõttu on ettevõtte omakapitali osakaal prognoosiperioodi lõpuks suurem kui visioon 1 puhul. Olemasoleva analüüsi baasil, hindamata erinevate visioonidega kaasnevaid riske, tasub ettevõttel panustada visioon 2 realiseerimisse, sest see kasvatab ettevõtte väärtust ca 3,5 miljoni võrra enam kui visioon 1. Tabelitega 35-37 toob autor välja väärtusloome protsessi mõttes olulised tasuvusmõõdikud, et võrrelda neid ajalooliste tasuvusmõõdikutega. Ka see analüüs kinnitab, et parimad tulemused saavutab ettevõtte realiseerides visiooni 2.

3.3. Sensitiivsusanalüüs

Sensitiivsusanalüüsi abil mõõdetakse väärtuse tundlikkust sisendparameetrite suhtes, näiteks võib hinnata väärtuse muutust müügitulu kasvumäära muutudes. Kuna käesoleva töö raames on hinnatud väärtust erinevate müügitulude korral, ei pea seda enam testima. Lisaks on tootmisettevõtte puhul müügitulude kasvatamine üldjuhul seotud investeeringutega, mistõttu ei anna ainult müügitulu kasvumäära muutmine adekvaatset tulemust.

Alternatiiv tulumäärade muutmisele on kulumäärade muutmine ja seeläbi ettevõtte tundlikkuse mõõtmine. Nii nagu enamusele puidutöötlemisettevõtetest, on ka Imprest'i suurimaks kululiigiks toormaterjali kulu, mis moodustab müüdud toodangu kuludest 2012. a keskmisena 50%. Toormeturul on aga tavaline, et materjali hinnad kõiguvad aasta piires +/- 10%.

Järgnevalt vaadatakse, kuidas mõjutab Imprest'i väärtust toormaterjali hinna 10%line kõikumine, muutes vastavalt sellele müüdud toodangu kulumäära *ceteris paribus*:

- 10% toormehinna tõus tähendab müüdud toodangu kulumäära tõusmist 62,5%lt 65,6%ni;
- 10% toormehinna langus tähendab müüdud toodangu kulumäära langetamist 62,5%lt 59,4%ni.

Tabel 38. Väärtuse muutuse tundlikkus müüdud toodangu kulumäära muutusele, eurodes

Sensitiivsus toormaterjali hinnale	Müüdud toodangu kulumäär 59,4%		Müüdud toodangu kulumäär 62,5%		Müüdud toodangu kulumäär 65,6%	
	Visioon 1	Visioon 2	Visioon 1	Visioon 2	Visioon 1	Visioon 2
Ettevõtte äritegevuse väärtus	10 995 061	16 623 678	7 871 162	11 325 073	4 747 262	6 198 858
Ettevõtte kui terviku väärtus	10 995 062	16 623 678	7 871 162	11 325 073	4 747 262	6 198 858
Omakapitali väärtus	9 541 420	15 170 037	6 417 521	9 871 431	3 293 621	4 745 217

Allikas: (Autori koostatud).

Analüüsist nähtub, et 10% toormaterjali hinnamuutus mõjutab ettevõtte väärtust mõlema visiooni korral *ca* 50%. Väärtuse loomine aga seiskub täielikult siis, kui müüdud toodangu kulumäär kerkib 70%, st toormaterjali hind tõuseb 24%. Teine, olulise osakaaluga kulumäär, on turustuskulude kulumäär, mis on viimase kolme aasta keskmisena olnud Imprest'is 24% ja mis on sellisel tasemel võetud ka tulevikuproгноoside aluseks. Suurima osa turustuskuludes moodustavad transpordikulud, mis omakorda sõltuvalt kütuse hinnast, mis eeldatavasti tulevikus pigem kallineb. Alljärgnevalt vaadatakse turustuskulude mõju Imprest'i väärtusele kui need kallinevad 10%, 20% ja 30% võrra (vt tabel 39).

Tabel 39. Väärtuse muutuse tundlikkus turustuskulude kulumäära muutusele, eurodes

Sensitiivsus turustuskulude muutusele	Turustuskulude kulumäär 26,4%		Turustuskulude kulumäär 28,8%		Turustuskulude kulumäär 31,2%	
	Visioon 1	Visioon 2	Visioon 1	Visioon 2	Visioon 1	Visioon 2
Ettevõtte äritegevuse väärtus	5 419 384	7 193 571	2 989 221	3 456 820	528 489	-1 358 271
Ettevõtte kui terviku väärtus	5 419 384	7 193 571	2 989 221	3 456 820	528 489	-1 358 271
Omakapitali väärtus	3 965 743	5 739 930	1 535 580	2 003 179	0	0

Allikas: (Autori koostatud).

Analüüsist nähtub, et visioon 2 on suurele turustuskulude tõusule tundlikum kui visioon 1, kuna visioon 2 puhul on suurte investeeringute tõttu ettevõtte vabad rahavood suhtena ettevõtte käibesse väiksemad ja käibe tõusuga seotud turustuskulud mõjutavad neid rohkem. Põhjus, miks 31,2% turustuskulude kulumäära korral on omakapitali väärtus null ja mitte negatiivne, tuleneb Eesti seadusandlusest, mis ei võimalda ettevõtte omakapitalil muutuda negatiivseks. Analoogselt turustuskulude kulumäära tõusule, hinna-

takse ettevõtte tundlikkust ka üldhalduskulude kulumäära tõusule 10%, 20% ja 30% võrra (vt tabel 40). Vajadus sellise analüüsi tegemiseks on põhjendatud, kuna suurim osakaal üldhalduskuludest on palgakulud ja Eestis saavad palgad perspektiivis siiski ainult tõusta.

Tabel 40. Väärtuse muutuse tundlikkus üldhalduskulude kulumäära muutusele, eurodes

Sensitiivsus üldhalduskulude muutusele	Üldhalduskulude kulumäär 6,05%		Üldhalduskulude kulumäär 6,6%		Üldhalduskulude kulumäär 7,15%	
	Visioon 1	Visioon 2	Visioon 1	Visioon 2	Visioon 1	Visioon 2
Ettevõtte äritegevuse väärtus	7 309 296	10 385 721	6 747 430	9 437 928	6 185 565	8 492 026
Ettevõtte kui terviku väärtus	7 309 296	10 385 721	6 747 431	9 437 928	6 185 565	8 492 026
Omakapitali väärtus	5 855 655	8 932 080	5 293 789	7 984 287	4 731 924	7 038 384

Allikas: (Autori koostatud).

Kuna üldhalduskulud moodustavad ettevõtte kogukuludest suhteliselt väikse osakaalu, on nende tõusu mõju ettevõtte väärtusele ka väikseim, võrreldes toorme- ja/või turustus- kuludega ning isegi 30%lise üldhalduskulude tõusu korral ei muutu ettevõtte väärtus olematuks või negatiivseks. Viimasena testitakse ettevõtte väärtuse tundlikkust jätkukasvuperioodil kasutatava kasvumäära suhtes, mis on toodud tabelis 41, muutes seda sisendparameetrit 50% ulatuses, langetades 2%’ni ja tõstes 6%’ni.

Tabel 41. Väärtuse muutuse tundlikkus jätkukasvuperioodi kasvumäära suhtes, eurodes

Sensitiivsus jätkuperioodi kasvumäära suhtes	Rahavoogude kasv jätkuperioodil 2%		Rahavoogude kasv jätkuperioodil 4%		Rahavoogude kasv jätkuperioodil 6%	
	Visioon 1	Visioon 2	Visioon 1	Visioon 2	Visioon 1	Visioon 2
Ettevõtte äritegevuse väärtus	7 257 301	9 836 630	7 871 162	11 325 073	8 822 033	13 630 111
Ettevõtte kui terviku väärtus	7 257 301	9 836 630	7 871 162	11 325 073	8 822 033	13 630 112
Omakapitali väärtus	5 803 660	8 382 989	6 417 521	9 871 431	7 368 392	12 176 470

Allikas: (Autori koostatud).

Analüüsi tulemused näitavad, et rahavoogude kasv 2% jätkuperioodil kahandab ettevõtte väärtust visioon 1 korral ca 600 000 eurot ja visioon 2 korral ca 1 500 000 eurot. Seevastu rahavoogude kasv 6% jätkuperioodil suurendab ettevõtte väärtust visioon 1 korral ca 1 000 000 eurot ja visioon 2 korral ca 2 300 000 eurot.

WACC'i või selle komponentide kohta eraldi sensitiivsusanalüüsi ei teostata, sest väärtused on leitud kahte diskonteerimismäära kasutades, mis on piisav hinnangu saamiseks.

KOKKUVÕTE

Äriettevõtte aktsionäride ja ka ühiskonna seisukohalt vaadates on oluline, et ettevõtte juhtkond seaks eesmärgiks ja tegutseks ettevõtte väärtuse kasvatamise pritsiibist lähtuvalt. Väärtuse all mõeldakse eelkõige ettevõtte võimet tulevikus raha teenida. Väärtusloome protsessis on olulisel kohal ettevõtte poolt genereeritavad vabad rahavood ja investeeritud kapitali tulusus, mis peab ületama selle kapitali kaasamisega seotud kulusid. Selleks, et tagada nende komponentide pikaajaline ja jätkusuutlik kasv, peab ettevõttel olema hea ärimudel ning konkurentsipositsioon ja võimekus seda pidevalt parandada ja muutustele vastavalt kohandada.

Käesoleva magistritöö raames uuriti Eestis tegutseva puidutööstusettevõtte, AS'i Imprest, väärtuse kujunemist lähtuvalt kahest võimalikust arenguvisionist ja leiti vastus kuuele uurimisküsimusele. Töö teoreetilises osas andis autor ülevaate väärtusmõjuritest ehk väärtuse kasvatamise olulisimatest komponentidest. Põgusalt kirjeldati erinevaid väärtuse hindamise viise ja pikemalt leidis kajastamist diskonteeritud rahavoogudel baseeruv väärtuse hindamine, sealhulgas ettevõttele suunatud diskonteeritud vabade rahavoogude mudel. Viimane on seni teadaolevalt parim viis hindamaks börsil mittenoteeritud ettevõtte väärtust.

Töö empiiriline osa jagunes kaheks. Esimeses osa anti põhjalik ülevaade AS'i Imprest tegevusest, ärikeskkonnast, konkurentidest ja arengustrateegiast oma väärtuse kasvatamiseks. Samuti koostati eelnevate perioodide, täpsemalt viimase üheksa aasta, kohta põhjalik finantsanalüüs. Kõik need komponendid olid oluliseks sisendiks väärtuse hindamisele, kuna nendele analüüsidele rajanes tulevaste perioodide tulude, kulude ja vabade rahavoogude projektsioon.

Empiirilise osa teises peatükis hinnati ettevõtte väärtus, mille käigus koostati 10 aasta kohta *pro-forma* finantsaruanded – bilanss ja kasumiaruanne. Väärtuse hindamise raa-

mes arvutati välja ettevõttele suunatud vabad rahavood ja keskmine kapitali kulukuse määr, mida kasutati diskonteerimismäärana. Omakapitali kulukuse määr hindamiseks kasutati finantsvarade hindamise mudelit CAPM. Saadi teada ettevõtte äritegevuse, terviku ja omakapitali väärtus mõlema arenguvisiooni kohta. Lõpuks teostati sensitiivsusanalüüs, testimaks ettevõtte tundlikkust oluliste sisendtegurite muutuste suhtes. Kuna kaks võimalikku arengusuunda olid juba olemas, ei koostatud eraldi stsenaariumi-analüüsi, mis on selliste uurimuste puhul tavaline.

Töö erilisus seisneb eelnevate perioodide finantsanalüüsi ja *pro-forma* aruannete prognoosiperioodi pikkustes. Järgides tunnustatud spetsialistide õpetust, koostas autor need analüüsid võimalikult pika perioodi kohta, mis tõstab lõpptulemuse adekvaatsust. Samuti analüüsiti põhjalikult ettevõtte majanduskeskkonda ja konkurentsipositsiooni, mille baasil koostati *pro-forma* aruannete ning seeläbi ka väärtuse hindamise eeldused. Selleks, et hinnang väärtusele kujuneks võimalikult täpseks, peab analüütik võimalikult täpselt hindama ettevõtte konkurentsipositsiooni ehk võimet tulevikus tegutseda.

Töö tulemusena saadi teada, et konservatiivsemat arenguvisiooni realiseerides ja kokkulepitud dividendipoliitikat järgides, muutub AS Imprest finantsilises mõttes tugevaks ettevõtteks ning kasvatab oma väärtust jätkuvalt. Ettevõtte äritegevuse väärtuseks CAPM mudeli põhisel kujunes 7 871 162 eurot. Ka agressiivsema arenguvisiooni täitmine on ettevõttele sobiva turukonjunkturi olemasolul jõukohane ja selle tulemusena suureneb ettevõtte väärtus võrreldes konservatiivse stsenaariumiga ca 50% enam. Visioon 2 järgselt kujunes ettevõtte äritegevuse väärtuseks CAPM mudeli järgi 11 325 073 eurot.

Käesoleva magistritöö edasiarendusena näeb autor mõlema arenguvisiooniga seotud riskide hindamist, et ettevõtte aktsionärid saaksid langetada kindlama otsuse, kumma valiku kasuks otsustada. Lisaks riskidele, tuleb hinnata visioon 2 täitmise realistlikkust, lähtudes toormaterjali kättesaadavuse ja müügimahtude realiseerimise võimalikkusest.

VIIDATUD ALLIKAD

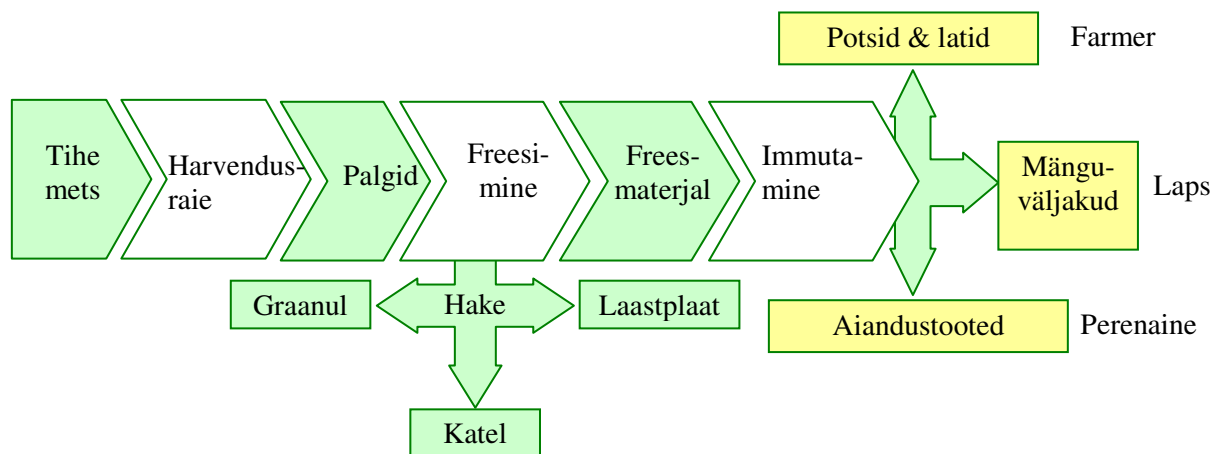
1. **Abrams, B. J.** Quantitive Business Valuation: a mathemtical approach for today's professionals. New-York: McGraw-Hill, 2001, 480 p.
2. **Andresson, K.** Riski arvestamine majandusliku lisaväärtuse (EVA) leidmisel. Viidatud Juhkam, A. Masso, J. Riskid Eesti ettevõtetes ja riskijuhtimine. Tartu: Tartu Ülikool, 2002, lk. 208 vahendusel.
3. **Bajaj, M., Denis, D., Ferris, S., Sarin, A.** Firm Value and Marketability Discounts. LECG, LLC, University of Pittsburgh, University of Missouri at Columbia, Department of Finance and Santa Clara University, Department of Finance, 2001. [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=262198]. 19.02.2013.
4. **Benninga, S.** Financial Modelling. 3rd ed. Cambridge: The MIT Press, 2008, 1107 p.
5. **Bereiro, L. E.** Valuation of Companies in Emerging Markets. New York: John Wiley & Sons, Inc., 2002, 506 p.
6. Bloomberg.com. [<http://www.bloomberg.com/markets/rates-bonds/>]. 20.03.2013.
7. **Boot, R.** Minority discounts and control premiums in appraisal proceedings. Villanova University School of Law, 2001. [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=285649]. 19.02.2013.
8. **Cook, K., Hudson, R., Kinney, M.** Managing Earnings by Manipulating Inventory: The Effects of Cost Structure and Valuation Method. University of Arizona, 2012. [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=997437]. 09.10.2012.
9. **Copeland, T., Koller, T., Murrin, J.** Valuation: measuring and managing the value of the companies. 2nd ed. New York: John Wiley & Sons, Inc., 1996, 550 p.
10. **Damodaran, A.** Valuing Companies with intangible assets. Stern School of Business, 2009. [<http://ssrn.com/abstract=1609799>]. 07.01.2013.

11. **Damodaran, A.** Valuing Young, Start-up and Growth Companies: Estimation Issues and Valuation Challenges. Stern School of Business, 2009. [<http://ssrn.com/abstract=1418687>]. 07.01.2013.
12. **Damodaran, A.** What is the riskfree rate? A Search for the Basic Building Block. Stern School of Business, 2008. [<http://ssrn.com/abstract=1317436>]. 07.01.2013.
13. **Damodaran, A.** The Value of Control: Implications for Control Premia, Minority Discounts and Voting Share Differentials. Stern School of Business, 2005. [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=837405]. 19.02.2013.
14. **Damodaran, A.** Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence. Stern School of Business, 2006. [<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>]. 03.03.2013.
15. **Damodaran, A.** Corporate Finance: Theory and Practice, 2nd ed. USA, John Wiley & Sons, Inc. 2001.
16. **Damodaran, A.** Valuing private firms. Stern School of Business, 2013. [<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>]. 03.03.2013.
17. **Damodaran, A.** Kodulehekülg. [<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>]. 15.03.2013.
18. **Fernandez, P.** Valuation Methods and Shareholder Value Creation. San Diego: Academic Press, 2002. 631 p.
19. **Fernandez, P.** 80 common and uncommon errors in company valuation. Madrid: IESE Business School. University of Navarra, 2003, 28 p.
20. **Fernandez, P.** Company valuation methods. The most common errors in valuations. Madrid: IESE Business School. University of Navarra, 2007, 27 p.
21. **Fernandez, P.** Cash flow is a Fact. Net income is just an opinion. Madrid: IESE Business School. University of Navarra, 2008, 14 p.
22. **Fernandez, P.** Valuing Companies by Cash Flow Discounting: 10 Methods and 9 Theories. Madrid: IESE Business School. University of Navarra, 2009, 16 p.
23. ECB. [http://www.ecb.int/stats/prices/indic/forecast/html/table_hist_hicp.en.html]. 20.04.2013.
24. Imprest AS. Majandusaasta aruanded. 2001-2013.
25. Imprest AS. Sisearuanded. 2001-2013.
26. Imprest AS kodulehekülg [<http://www.imprest.ee/ET/company/introduction/>]. 20.05.2013

27. Imprest AS. Ettevõtte tutvustav presentatsioon, 2013.
28. Imprest AS. Ettevõtte strateegia aastateks 2010-2015, 2012.
29. Imprest AS. Ettevõtte eelarve aastaks 2013, 2013.
30. **Masso, J. Juhkam, A.** Riskid Eesti ettevõtetes ja riskijuhtimine. – Riskid Eesti ettevõtetes ja riskijuhtimine. Toimetajad A. Juhkam, J. Masso, Tartu Ülikool 2002, lk. 57.
31. **Kantšukov, M.** Väärtuskordajatel põhineva meetodi kasutamine ettevõtte väärtuse hindamisel. Tartu Ülikool, 142 lk, 2010. (magistritöö)
32. **Koeplin, J., Sarin, A., Saphiro, A.** The Private Company Discount. – Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 12, No. 4, Winter 2000. [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=251776]. 19.02.2013.
33. **Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D.** Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies. 5th ed. New York: McKinsey & Company, 2010, 811 p.
34. **Kreizman, K.** The Value of Control Control Premiums, Minority Interest Discounts, and the Fair Market Value Standard. – ERS Group, Working Paper Series, 2008. [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1167882]. 19.02.2013.
35. **Külvik, Jüri.** AS Lemeks (juhatuse esimees). Autori intervjuu. Üleskirjutus. Tartu, 19. märts 2013.
36. **Kõomägi, M.** Riskikapitali hinnakujunemise mehhanism. 2013 [http://www.mattimar.ee/publikatsioonid/ettevottemajandus/2005/08_K6omagi.pdf]. 06.01.2013.
37. **Lepasalu, M.** Ettevõtte väärtusloome hindamise mudelid. – Äripäeva lisaleht Logistika, 02.03.2006. [<http://www.ap3.ee/?PublicationId=31503ED6-39D4-4163-9D98-74AA1E3959CE&code=60954>] 06.01.2013.
38. **Lääts, K.** Majandusarvestus. Finantsaruandluse analüüs 2011/2012. Tartu Ülikool, 2012, 50 lk.
39. **Masso, J.** Ettevõtete riskikeskkond, riskide hindamine ja riskiturud. – Viidatud Juhkam, A. Masso, J. Riskid Eesti ettevõtetes ja riskijuhtimine. Tartu Ülikool 2002, lk. 30 vahendusel.

40. **Mintzberg, H., Ahlstrand, B., Lampel, J.** Strategy safari: the complete guide through the wilds of strategic management. New York: Prentice Hall, 1998, 406 p.
41. OECD. Looking to 2060: A Global Vision of Long-Term Growth. OECD, November 2012. Viidatud The Guardian 2013 vahendusel [<http://www.guardian.co.uk/global-development/datablog/2012/nov/09/developing-economies-overtake-west-2050-oecd-forecasts#data>]. 20.03.2013.
42. PEST analüüs, 2012. [<http://www.businessplanning.ee/index.php?id=28>]. 13.03.2013.
43. **Reilly, R.** Sale of Private Company Stock to Employees and other Parties. – CPA Journal, 2012.
44. **Ramirez, A., Canadas, J., Cruz-Rambaud, S.** Discount rate and cost of capital: Some more about the puzzle. University of Almería, University of Almeria, Financial Economics and Accounting and University of Almería, 2012. [<http://papers.ssrn.com/sol3/results.cfm?RequestTimeout=50000000>]. 07.01.2013.
45. **Sander, P., Kõomägi, M.** Valuation of private companies by Estonian private equity and venture capitalists. – Baltic Journal of Management, 2007. Vol. 2, No. 1, pp. 6-19.
46. **Sander, P.** Ettevõtte rahandus. Loengukonspekt ärijuhtimise magistriõppele. Tartu Ülikool, 2012/2013.
47. SWOT analüüs, 2012. [<http://www.juhtimine.ee/763602/swot-analuus/>]. 14.03.2013.
48. **Vaik, A.** Organisatsiooni kujundamine Sanistal OÜ näitel. Tartu Ülikool, 74 lk, 2008. (magistritöö)
49. **Velez-Pareja, I., Tham, J.** Prospective Analysis: Guidelines for Forecasting Financial Statements. Universidad Tecnológica de Bolívar Cartagena, Colombia, 2008, 75 p. [<http://ssrn.com/abstract=1026210>]. 17.03.2013
50. **Zirnask, V.** Strateegiline Finantsjuhtimine – Idee kohtub rahakotiga. Tallinn: AS Äripäeva Kirjastus, 2008, 168 lk.

Lisa 1. AS'i Imprest põhiprotsess



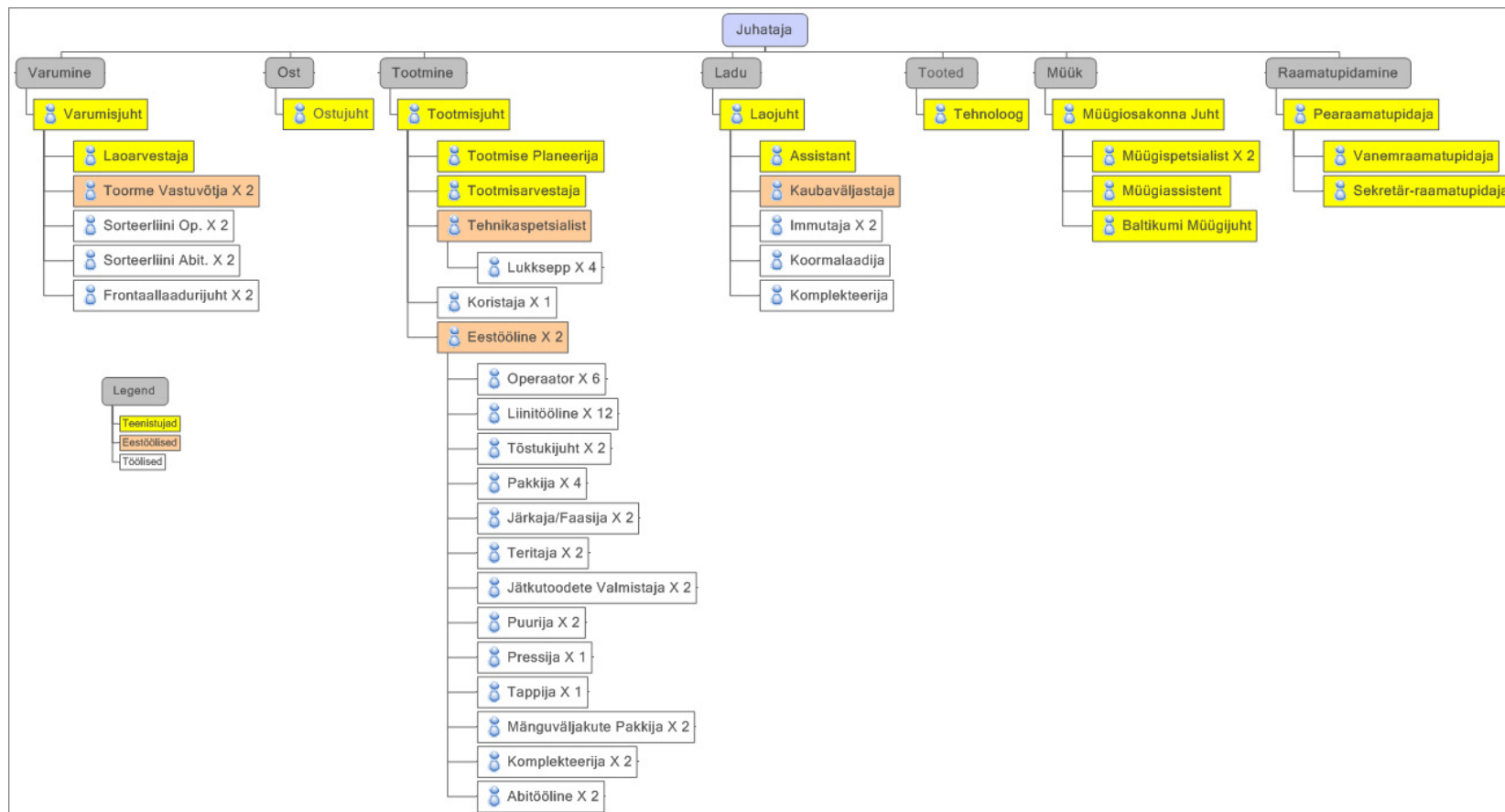
Allikas: (Autori koostatud).

Lisa 2. AS'i Imprest aerofoto



Allikas: (Autori koostatud).

Lisa 3. AS'i Imprest struktuur ametikohtade lõikes



Allikas: (Autori koostatud).

Lisa 4. AS'i Imprest PEST analüüs

	Avaldumine	Mõju sektorile	Mõju Imprest'ile
Poliitiline trend			
Ettevõtte maksukoormuse tõus	Kasumlikkus väheneb	Surve hindu tõsta	Surve hindu tõsta, konkurentsieelis väheneb
Venemaa tõstab ümarpuidu tollimakse	Konkurents Eesti toormetulul kasvab	Suureneb surve Eesti paberipuidule	Toormehind tõuseb
Venemaa alandab ümarpuidu tollimakse	Konkurents Eesti toormeturul väheneb	Surve Eesti paberipuidule väheneb	Toorme hind langeb
EU keelustab vase kasutamise immutuskemikaalides	Immutuskemikaalid muutuvad loodus-sõbralikumaks = vähemkestvaks	Immutatud puittoodete populaarsus väheneb koos nende kasutuseaga	Konkurentsipositsioon halveneb
Majanduslik trend			
EU majanduskriis jätkub	Tarbijate ostujõud langeb	Läbi kahanenud müügi pidurdub tootmine	Hinnad on surve all ja konkurents muutub tugevamaks
EURO tugevneb GBP suhtes	Inglaste impordivõime kahaneb	Pidurdab puittoodete eksporti Inglismaale, paraneb kodutootjate konkurentsipositsiooni	Konkurentsieelis põhiturul kahaneb, kasumlikkus langeb
Põllumajandussektor on stabiilne/kasvav EU toetuste toel	Põllumehed investeerivad jätkuvalt	Põllumajandussektoris suunatud puittoodete nõudlus suureneb	Võimalus aiatoodete müügiimahtu kasvatada
Sotsiaalne trend			
Majanduskriisi tingimustes püsivad inimesed rohkem kodus	Parendatakse kodust elukeskkonda sh aeda	Aianduslike puittoodete tarbimine suureneb	Võimalus mänguväljakute ja aiandustoodete müügiimahtu kasvatada
Tehnoloogiline trend			
Paraneb infotehnoloogiline platvorm metsavarumises	Tööstuse tegelik vajadus jõuab kiiremini metsa ja seeläbi toodetakse seal õigemat sortimenti	Kasvab puidutööstuse konkurentsivõime tervikuna	Toormaterjali laod vähenevad, tarnekiirus suureneb, paindlikus kasvab
„Täiskasvanute“ mänguasjad muutuvad lastele kättesaadavamaks	Lapsed ei huvitu enam kiikumisest	Väheneb statsionaarsete õuemänguasjade nõudlus	Mänguväljakute müük väheneb

Allikas: (Autori koostatud Imprest AS. Sisearuanded, 2001-2013 baasil).

Lisa 5. AS'i Imprest laiendatud PEST analüüs fookusturgudel

Sihtturg / regioon	Majanduslik	Sotsiaalne	Poliitiline	Tehnoloogiline	Ökoloogiline
UK ja Iirimaa	+ Euroopa suurim puiduimportöör -/+ valutarisk - majanduse halb seisukord (kärpekavad riigieelarve positsiooni parandamiseks)	+ traditsioonid ümarpuiduga + sarnased äritavad ja arusaamine koostööst + lojaalne ostukäitumine - halb maksekäitumine	+ kuulumine EL + poliitiliselt stabiilne ja konservatiivne	+ arenenud jaotusvõrgustik - puidusektor elab ikka veel “faksiajastus”	+ FSC sertifikaadi hindamine
Saksamaa	+ tihe riikidevaheline kaubandus + väga tugev ja stabiilne majandus + keskmisest jõukam tarbija - suur hinnasurve	+ sarnased äritavad ja arusaamine koostööst + lojaalne ostukäitumine +/- suured nõudmised kvaliteedile - kohati arrogantse suhtumisega	+ EL alustala + stabiilne sotsiaalpoliitika	+ puidusektor liigub tehnoloogilise arenguga kaasa	+ puitu väärtustatakse ehitusmaterjalina
Prantsus- maa	+ üks EU suuremaid majandusi ja väga suur turg - väga tihe konkurents jaekaubanduses ja seeläbi ka suur hinnasurve	+ lühike töönael = pikk nädalavahetus koduaias - kohati laisad ja äärmiselt arrogantse suhtumisega	+ põllumajandus- sektori suur doteerimine	+ meiega sarnane tehn. tase	
Itaalia	+ suur puiduimportöör - majanduse halb seisukord	+ Põhja-Itaalia väga töökas ja kiire suhtlusega +/- suured nõudmised kvaliteedile - Lõuna-Itaalia väga aeglane ja vähe arenenud	- lõhestatus põhja ja lõuna vahel	+ meiega sarnane tehn. tase	+ puit on ehituses jätkuvalt populaarne

Allikas: (Autori koostatud Imprest AS. Sisearuanded. 2001-2013 baasil).

Lisa 6. AS'i Imprest SWOT analüüs

TUGEVAD KÜLJED lähtuvalt:	NÕRGAD KÜLJED lähtuvalt:
Organisatsioonilistest teguritest (struktuur, strateegiliste/operatiivsete otsuste langetamine, juhtimiskorraldus, info liikumine, paindlikkus jms):	
Struktuur on täidetud kompetentsete inimestega. Eesmärgid ja vastutused on selged ja toimub hea koostöö erinevate osakondade vahel.	Tootmise, müügi ja juhtimise hajutatus, kuna kaks erinevat asukohta. Tekivad kaod info liikumises.
Alalõikude juhid saavad ise otsustada ja otsused sünnivad kiiresti.	Tootmine ja müük lähtuvalt otsuste langetamisel erinevatest eesmärkidest.
Regulaarsed nõupidamised teenistujate tasemel.	Teenistujad ei ole valmis piisavalt kiiresti mugavusringist välja astuma.
Hea infosüsteem, pidev infoga varustatus	Osad töötajad ei kanna välja neil lasuvat vastutust.
Kultuurilistest teguritest (visiooni ja strateegia olemasolu ning rakendamine, juhtimis põhimõtted, juhtimisstiil, eesmärkide püstitamine, töötajate motiveerimine jms):	
On rakendatud kogu ettevõtet hõlmav palgasüsteem, mis paneb meeskonna paremate tulemuste nimel pingutama.	Assistentitasand ei tunne ennast piisavalt väärtustatuna, pole kursis ettevõtte strateegiliste eesmärkidega.
Eesmärgid on püstitatud, visioon ja strateegia on olemas ja meeskonnale kättesaadav.	Strateegia ja eesmärkide püüdmine pole järjepidev.
Toimub meeskonnatöö, juhtimine on liberaalne ja detsentraliseeritud.	
Finantsteguritest (kasumlikkus, varade kasv, suhtarvud, rahavoogude juhtimine, finantsvõimenduse kasutamine, eelarvestussüsteem jms):	
Võimalus kasutada suuremat finantsvõimendust emaettevõtte abil.	Põhitoodangu kasumlikkus on madal ja seetõttu pole käiberentaablus ootuspärane.
Suhtarvud on head - ROA, ROE, EBITDA.	Suured püsikulud suhtena toote omahinda. Odav toode.
	Eel- ja omahinnaarvestussüsteem vajab ajakohastamist.
Uurimis- ja arenguteguritest (uued tooted/teenused, rahastamine, uus tehnoloogia, uued toorained jms):	
Kogu ettevõtet hõlmav majandustarkvara on 80% ulatuses rakendatud.	Arendustöö tootearenduse vallas vajab kiirendamist.
	Viimastel aastatel pole enam aktiivselt investeeritud, mistõttu on raske käivet kasvatada.
	Raske leida mahutootmiseks sobivaid arendustooteid.
Tootmis- ja turundusteguritest (tootmise ja turunduse tulemused, kvaliteet, uuendused tootmises ja turunduses, laovarud, nomenklatuur, turuosa muutumine, tasuvus, turundus- ja müügikulud, hinnakujundus, turu areng jms):	
Piisavate tootmisvõimsuste olemasolu ja paindlikkus tootmises – dubleerivad liinid.	Toormenomenklatuur ei vasta turgude vajadustele ja vastupidi.
Pidev töö uutele turgudele sisenemiseks ja olemasolevate turgude arendamine.	Turundus ja müügitoetusmaterjale ei suudeta piisavalt kiiresti ajakohastada.
Kõrge müügitoetusteenuse tase.	Liiga vähe kliendikülastusi ja klientidele suunatud turundusüritusi.
Suured investeeringud turundusse – messid, müügitoetusmaterjalid.	Inimlikkust lohakusest tingitud kvaliteediprobleemid tootmises.

Lisa 6 järg

Ressursside olemasolust (materjalidega varustamine, suhted tarnijatega, ostu töökorraldus, personali olemasolu, personali tase, areng, kulud, tööjõu, sh spetsialistide kättesaadavus, adekvaatsete rahastamisallikate olemasolu, uute idee finantseerimisvõimalused, laenude saamise võimalused jms):	
Hea toormaterjaliga varustatus, mille tagavad RMK kestvusleping, Lemeks Grupp ja pidev töö eratarnijatega.	Männitoorme puudus Ojaküla piirkonnas, mis takistab müügi mahu suurendamist Lõuna-Euroopa riikides.
Tugev seljatagune emattevõtte näol suhtlemisel pankadega.	Tihe konkurents tööjõuturul Ojaküla piirkonnas – personali ebapiisavus.

VÕIMALUSED lähtuvalt:	OHUD lähtuvalt:
Majanduslikest trendidest (intressimäärad, tööhõive arengud, inflatsioon, valuutakursid, kaubandustingimused, elatus- ja/või palgatase, majanduskasvu määr ja majanduse tsüklilisus, sihtturu kasumlikkus ja suurus, hinnatundlikkus jms):	
Toormeturgudel toimuvad tsüklilised muudatused võimaldavad teenida periooditi suuremat tulu.	Toormeturgudel toimuvad tsüklilised muudatused muudavad materjali hankimise raskeks ja kasumlikkuse madalaks.
Uute, hea potentsiaaliga turgude olemasolu.	Tööjõu defitsiit.
Riigi jõuline areng ja majanduse stabiliseerumine.	Tööjõu pidev kallinemine.
Põhitood on põhiturul stabiilse turuosaga.	Põhiturg on madala kasumlikkusega.
Poliitilistest/seadusandlikest tingimustest (seadusandluse ettevõttesõbralikkus, seadusandluse "augud" ja muudatused, maksukoormus, arengud EL poliitikas ja seadusandluses, võimalik lobbytegevus valitsusringkondades ja erialaühingutes, valitsusepoolsed toetused ja soodustused, kehtestatud piirangud, sh keskkonnaga ja tootevastutusega seotud piirangud ning seadusandlus jms):	
Eurotoetused EAS abil.	Keskkonnanõuded võivad karmistuda – immutus, jäätmed.
Eesti soodne maksukeskkond.	Poliitiline maastik mõjutab metsandust teadmatus suunas.
Rohelise energia tarbimise hüppeline suurenemine.	
Juriidilistest tingimustest (seadusandluse tase ja katmata alade olemasolu, võimalikud muudatused seadusandluses, tootevastutusseadus vms):	
Vähene bürokraatia võimaldab kiiret arengut võrreldes vanade EU liikmetega.	Bürokraatia kasv toob kaasa arengu pidurdamise.
	EU direktiividest tulenev 10 aasta vastutus mänguväljakute ohutuse ja kvaliteedi eest.
Tehnoloogilistest tingimustest (areng IT, tööstuslike rakenduste, tehnoloogia, energiaallikate, materjalide valdkonnas, patentide hulk, toodete/teenuste uuringu ja arenduse nõuded, kompleksus jms):	
IT areng on kiirem, kui teistes EU ja mitte EU riikides.	Elektrienergia hüppeline kallinemine.
Erinevad IT lahendused on kergesti ja kiiresti kättesaadavad.	

Lisa 6 järg

Ühiskonna arenguga seotud teguritest (oskuste tase, elanikkonna muudatused, tarbijate hoiakud, kindlustunne, ühingute töö aktiivsus, demograafilised muudatused jms):	
Väike ja noor ühiskond on paindlikum ning kiiremini arenev.	Inimesed lähevad välismaale tööle.
Puidu populariseerimine, tarbijad on puitu soosivad.	Rahvastiku vananemine.
Tarbijad spetsialiseeruvad ja ostavad vajalikud lahendused sisse (aiapostid talumehele).	Ametiühingud tugevnevad.
Ametiühingute madal organiseeritus ja koostöövõime.	Eesti erametsaomanik ei majanda oma metsa piisavalt – puit ei jõua turule ja metsa väärtus ei suurene.
Klientide ja tarbijate käitumisest (turg – hetke ja tulevane nõudlus, segmendid, ostjate käitumine, võimalikud muudatused klientide käitumises ja otsustamismehhanismides, klientide lojaalsus jms):	
Siseturu kasv.	Põhituru klientidel tekib soov saada paremat immutust.
	Äriklientide püüe saada odavamalt toodet id poolt.
Tarnijate käitumisest tingitud (tarnijate valik, usaldatavus, alternatiivide olemasolu, ühinemised, pankrotistumised, jaotuskanalid jms):	
Konkurents suureneb ka teistes sektorites, mis loob eeldused odavalt hankida.	Enamus toormetarnijaid on laisad juurutamaks uusi sortimente.
	Liigne sõltuvus ühest jaotuskanalist (MannLines).
Konkurentide käitumisest (konkurentide turuosa, võimalikud uued tulijad, võimalikud ühinemised, pankrotistumised, asendustooted/teenused, rahvusvahelised sidemed ja taust, konkurentsivõitluse tase, sisenemis- ja väljumisbarjääride olemasolu, võrgustike moodustumine, alltöövõttud jms):	
Turustussüsteem on piisavalt raske ja keeruline hoidmaks ära konkurentide teket Eestis.	Läti ja Venemaa tootjad investeerivad samuti tipptehnoloogiasse.
Eesti maine on “euroopalik” ja vastuvõetavam kui “ida” maine.	Oht, et Eesti turule tuleb uusi tootjaid.

Allikas: (Autori koostatud Imprest AS. Sisearuanded. 2001-2013 baasil).

Lisa 7. AS'i Imprest konkurentide finantsanalüüs 2010-2011, eurodes

ARUANDE NÄITAJAD	IMPREST	MP&Puitmeister	Belander	Delta Gartenholz	M&M Timber Ltd	HUNTER WILSON Ltd	Fyras Trä och Impregnering AB	A E Evans Ltd	Clifford Jones Ltd
	31.12.2010	31.12.2010	31.12.2010	31.12.2010	31.07.2010	31.12.2010	31.08.2010	31.01.2011	31.12.2010
Asutamise aasta	2000	2002	2000	1996	0	0	0	0	1948
Märkused	0	0	0	0	0	0	0	0	Grupp kokku
Tootmiskaht	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Töötajate arv	70	8	17	214	75	0	0	0	80
Käive töötaja kohta (EUR)	116 468	50 670	55 842	43 339	119 019	0	0	0	142 622
Tootmiskaht töötaja kohta	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Tööjõukulu töötaja kohta (aastas, EUR)	12 928	7 401	10 345	0	28 587	0	0	0	29 787
Käive (EUR)	8 152 786	405 363	949 306	9 274 637	8 926 422	0	0	0	11 409 774
Maksueelne kasum (EUR)	450 906	9 079	15 816	473 991	93 731	0	0	0	589 242
ROS (maksueelne kasum)	5,5%	2,2%	1,7%	5,1%	1,1%	0,0%	0,0%	0,0%	5,2%
EBITDA	995 233	62 855	34 467	0	449 604	0	0	0	1 203 284
EBITDA marginaal	12,2%	15,5%	3,6%	0,0%	5,0%	0,0%	0,0%	0,0%	10,5%
Bilansimaht (EUR)	4 492 687	480 912	582 281	6 321 833	5 633 991	2 154 724	0	1 770 954	10 024 706
ROA (maksueelne kasum)	10,0%	1,9%	2,7%	7,5%	1,7%	0,0%	0,0%	0,0%	5,9%
Varade käibekordaja	1,81	0,84	1,63	1,47	1,58	0,00	0,00	0,00	1,14
Põhivara	1 994 206	228 786	177 446	1 647 297	2 164 189	1 031 705	0	606 387	7 417 008
Põhivara osakaal	44,4%	47,6%	30,5%	26,1%	38,4%	47,9%	0,0%	34,2%	74,0%
Omakapital (EUR)	1 652 896	153 967	274 885	3 525 775	971 533	1 489 439	0	1 076 995	3 228 281
Omakapitali osakaal (bilansis)	36,8%	32,0%	47,2%	55,8%	17,2%	69,1%	0,0%	60,8%	32,2%
ROE (maksueelne kasum)	20,3%	38,0%	29,0%	38,0%	10,9%	0,0%	0,0%	0,0%	28,3%
Varud (v.a. Müügioteel põhivara; EUR)	1 866 766	157 376	308 056	3 874 457	1 203 099	420 281	0	566 017	1 156 790
Varude osakaal (bilansis)	41,6%	32,7%	52,9%	61,3%	21,4%	19,5%	0,0%	32,0%	11,5%
Varude käibekordaja	4,37	2,58	3,08	2,39	7,42	0,00	0,00	0,00	9,86
Käibekapital (EUR)	236 272	115 106	139 236	3 454 262	-296 000	510 569	0	470 608	-1 251 337
Lühiajaliste võlgnevuste kattekordaja	1,10	1,84	1,52	3,83	0,92	1,83	0,00	1,68	0,68
Laenu jääk/EBITDA	2,2	3,5	3,3	0,0	6,0	0,0	0,0	0,0	2,0

Lisa 7 järg

ARUANDE NÄITAJAD	HUNTER WILSON Fyras Trä och								
	IMPREST	MP&Puitmeister	Belander	Delta Gartenholz	M&M Timber Ltd	Ltd	Impregnering AB	A E Evans Ltd	Clifford Jones Ltd
	31.12.2011	31.12.2011	31.12.2011	31.12.2011	31.07.2011	31.12.2011	31.08.2011	31.01.2012	31.12.2011
Asutamise aasta	2000	2002	2000	1996	0	0	0	0	0
Märkused	0	0	0	0	0	0	0	0	Grupp kokku
Tootmismah	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Töötajate arv	81	13	24	220	74	0	28	0	82
Käive töötaja kohta (EUR)	114 410	79 124	54 649	54 099	120 547	0	298 574	0	150 310
Tootmismah töötaja kohta	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Tööjõukulu töötaja kohta (aastas, EUR)	13 281	10 409	10 316	0	27 993	0	52 673	0	31 109
Käive (EUR)	9 267 237	1 028 606	1 311 583	11 901 712	8 920 450	0	8 321 258	0	12 325 412
Maksueelne kasum (EUR)	353 827	160 601	107 839	486 350	11 804	0	846 967	0	697 076
ROS (maksueelne kasum)	3,8%	15,6%	8,2%	4,1%	0,1%	0,0%	10,2%	0,0%	5,7%
EBITDA	883 380	220 275	135 862	0	382 605	0	1 456 680	0	1 228 969
EBITDA marginaal	9,5%	21,4%	10,4%	0,0%	4,3%	0,0%	17,5%	0,0%	10,0%
Bilansimah (EUR)	4 700 518	783 378	825 645	6 508 567	5 198 532	3 061 417	7 640 536	1 946 047	11 392 148
ROA (maksueelne kasum)	7,5%	20,5%	13,1%	7,5%	0,2%	0,0%	11,1%	0,0%	6,1%
Varade käibekordaja	1,97	1,31	1,59	1,83	1,72	0,00	1,09	0,00	1,08
Põhivara	1 770 008	394 519	266 556	1 473 543	1 852 806	1 456 853	3 592 124	642 401	7 657 454
Põhivara osakaal	37,7%	50,4%	32,3%	22,6%	35,6%	47,6%	47,0%	33,0%	67,2%
Omakapital (EUR)	1 949 761	314 568	382 768	3 810 426	908 944	2 092 973	3 561 257	1 189 013	3 800 044
Omakapitali osakaal (bilansis)	41,5%	40,2%	46,4%	58,5%	17,5%	68,4%	46,6%	61,1%	33,4%
ROE (maksueelne kasum)	21,0%	30,6%	29,2%	32,0%	10,2%	0,0%	42,8%	0,0%	30,8%
Varud (v.a. Müügiotel põhivara; EUR)	2 089 575	142 370	396 600	4 314 661	912 161	446 959	1 989 618	586 805	1 340 342
Varude osakaal (bilansis)	44,5%	18,2%	48,0%	66,3%	17,5%	14,6%	26,0%	30,2%	11,8%
Varude käibekordaja	4,43	7,22	3,31	2,76	9,78	0,00	4,18	0,00	9,20
Käibekapital (EUR)	520 989	184 250	152 012	2 491 652	-256 717	717 688	1 759 053	546 612	-1 379 745
Lühiajaliste võlgnevuste kattekordaja	1,22	1,90	1,37	1,98	0,93	1,81	1,77	1,72	0,73
Laenu jääk/EBITDA	2,3	1,7	1,6	0,0	6,8	0,0	0,6	0,0	1,9

Allikas: (Autori koostatud Imprest AS. Sisearuanded. 2001-2013 baasil).

Lisa 8. AS'i Imprest olulised suhtarvud aastatel 2005-2012

Aktiivsus	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Keskm.
Vara käibesagedus, x aastas	1,9	1,5	1,7	1,3	1,1	1,7	2,0	1,9	1,7
Varude käibesagedus, x aastas	5,8	4,5	4,3	2,8	2,2	3,8	4,4	4,2	4,0
Nõuded ja ettemaksed käibesagedus	8	8	11	13	14	17	15	12	12,5
Kapitali käibesagedus	2,4	2,0	2,1	1,6	1,3	2,0	2,3	2,2	2,0
Mat. Põhivara käibesagedus	3,4	2,7	3,6	3,7	3,1	4,4	5,7	5,9	4,1
Nõuded ja ettemaksed käibevälde	45	47	32	27	25	21	24	30	31,2
Varude kuluvälde	98	123	124	176	233	152	125	143	146,9
Varude käibevälde	62	80	83	129	163	95	81	86	97,3
Operatsioonitsükli pikkus	143	170	156	203	258	173	148	173	178,1
Võlad ja ettemaksed kuluvälde	68	87	59	59	75	49	39	37	59,0
Rahatsükli pikkus	30	37	65	117	159	103	86	106	87,9
Likviidsus									
Lühijaliste kohustuste kattekordaja	1,0	0,8	1,2	1,0	0,9	1,1	1,2	3,4	1,3
Varude kaetuse kordaja	0,6	0,5	0,9	0,9	0,7	0,8	0,9	2,3	1,0
Maksevõimekordaja	0,4	0,3	0,3	0,1	0,1	0,2	0,3	1,0	0,3
Maksevalmiduse kordaja	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0
Intresside kattekordaja	3,9	1,6	2,9	-2,0	-2,1	1,5	1,1	5,5	1,5
Kapitaliseerituse kordaja	0,4	0,3	0,4	0,4	0,4	0,3	0,2	0,2	0,3
Finantsvõimenduse kordaja	3,4	4,0	3,8	3,9	4,1	3,3	2,6	2,0	3,4
Soliidsuskordaja	0,29	0,25	0,26	0,26	0,24	0,30	0,39	0,50	0,3
Võlakordaja	0,48	0,51	0,55	0,58	0,60	0,55	0,47	0,38	0,5
DEBT/EBITDA	2,62	3,04	2,66	7,89	7,62	2,25	2,32	1,05	3,7
Dividendid ja juurdekasvud									
Dividenditase, %	0,0	10,2	17,8	10,3	0,0	0,0	10,0	29,3	9,7
Müügitulu juurdekasvutempo, %	67,7	41,8	63,9	-13,0	-30,5	35,0	13,7	-3,3	21,9
Vara juurdekasvutempo, %	129,0	51,0	42,9	-10,6	-19,7	-8,3	4,6	-2,6	23,3
Mat. pv juurdekasvutempo (jääkväärtuses), %	97,6	79,5	23,9	-10,3	-15,2	-7,3	-11,2	-7,7	18,6
Mat. pv juurdekasvutempo (soetusmaks.), %	76,6	72,1	27,5	1,2	-0,7	0,9	2,7	3,1	22,9
Omakapitali juurdekasvutempo, %	70,1	38,9	61,5	-21,6	-18,0	37,5	18,0	38,8	28,1

Allikas: (Autori koostatud Imprest AS. Sisearuanded. 2001-2013 baasil).

SUMMARY

FORMATION OF COMPANY VALUE PROCEEDING FROM THE SELECTED STRATEGY AND BASED ON THE EXAMPLE OF AS IMPREST

Timo Hermlin

It is highly important from the shareholders' and also society's point of view that enterprise management sets value creation as its number one priority and decides on its daily actions based on that. Company creates value when its cash flow is positive and return on invested capital exceeds the cost of capital employed. In order to assure sustainable growth of these components a company needs to have a strong business model, competitive advantage and capability to constantly develop and adjust to changes. Modern corporate finance is built on the principle of maximizing company value and therefore markets follow the future based value ratios rather than history based accounting ratios.

It is easy to calculate the value of a public company but the value of a private company is always disputable. In Estonia value ratios are rarely used in the context of private companies. Normally such accounting ratios as turnover, profit, return on sales, etc. are used and measured. Therefore it is relevant to investigate the value creation of a private company and that is what this paper focuses on. Using the discounted cash flow (DCF) model the author finds out the value of privately owned production company AS Imprest.

The aim of this paper is to find out the value of AS Imprest based on two possible future strategies. By the end of 2012 the company had achieved its maturity and to decide whether to move forward slowly by investing little or to continue its aggressive growth and investment program. The author has set the following tasks that he needs to find answers for in order to achieve the aim:

- to find out the main components that raise the value of a company,
- to describe the discounted cash flow model by shedding light on its nature, advantages and disadvantages,
- to introduce AS Imprest and its strategy to raise its value,
- to compose pro-forma financial statements and calculate company value for both strategies,
- to check how sensitive AS Imprest's value is to its input parameters by conducting a sensitivity analyses.

In addition to the strategic approach, the uniqueness of the paper stands in the longevity of the financial analyses and pro-forma financial statements. Following the advice of acknowledged academicians the author has analysed AS Imprest's results of the past nine years and made pro-forma statements for the ten coming years, also the company's competition position as well as economic environment was studied thoroughly. In order to reach the best possible appraisal of the value of the company the analyst needed to evaluate the company's capability to act in the future.

The results of the study show that by following the conservative strategy AS Imprest will become a solid company in financial terms and will raise its current value in the future. Enterprise value based on CAPM model is 7 871 162 euros. The company can also undertake the aggressive strategy that will raise its value by approximately 50% more compared to the conservative one being 11 325 073 euros.

To make the final decision which way to go the author recommends a thorough financial risk analysis to be made for both strategies which can be the baseline for developing the current study further. In addition to risk analysis, it is worth evaluating the aggressive strategy from the point of view of availability of the raw material and the market.

Lihtlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja lõputöö üldsusele kättesaadavaks tegemiseks

Mina, Timo Hermlin (sünnikuupäev: 03.01.1981)

1. Annan Tartu Ülikoolile tasuta loa (lihtlitsentsi) enda loodud teose

**ETTEVÕTTE VÄÄRTUSE KUJUNEMINE LÄHTUVALT VALITUD
STRATEEGIAST AS'i IMPREST NÄITEL**

mille juhendaja on dots. Priit Sander,

- 1.1.reprodutseerimiseks säilitamise ja üldsusele kättesaadavaks tegemise eesmärgil, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace-is lisamise eesmärgil kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni;
- 1.2.üldsusele kättesaadavaks tegemiseks Tartu Ülikooli veebikeskkonna kaudu, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace'i kaudu alates **01.06.2016** kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni.
2. Olen teadlik, et nimetatud õigused jäävad alles ka autorile.
3. Kinnitan, et lihtlitsentsi andmisega ei rikuta teiste isikute intellektuaalomandi ega isikuandmete kaitse seadusest tulenevaid õigusi.

Tartus, 20.05.2013